جامعة مؤتة

عمادة الدراسات العليا

أثر السيولة على عوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة
دراسة تطبيقيه على سوق عمان المالي للفترة (2005-2011)

إعداد الطالب

مراد محمد الكساسبة

إشراف

الأستاذ الدكتور مدحت الطراونة

رسالة مقدمة إلى عمادة الدراسات العليا
استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة
الماجستير في (MBA) قسم ادارة الاعمال

جامعة مؤتة، 2014

MUTAH UNIVERSITY
Deanship of Graduate Studies

جامعة مؤتة
عمادة الدراسات العليا

نموذج رقم (14)

قرار إجازة رسالة جامعية

تقرر إجازة الرسالة المقدمة من الطالب مراد محمد الكساسبة الموسومة بـــ:

أثر السيولة على عوائد الاسهم في الاسواق المالية الناشئة.

دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي للفترة (2005- 2011)

استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في **إدارة الاعمالMBA** .

القسم: ادارة الاعمال.

	التوقيع	التاريخ	
أ.د. مدحت ابراهيم الطراونة		2014/05/15	مشرفاً ورئيسا
د. علاء ابو الحمص		2014/05/15	عضواً
د. ايمن سليمان القطاونة		2014/05/15	عضواً
د. اسعد العلي		2014/05/15	عضواً

عميد الدراسات العلــيا

د. علي الضـــــمور

MUTAH-KARAK-JORDAN
Postal Code: 61710
TEL :03/2372380-99
Ext. 5328-5330
FAX:03/ 2375694
e-mail: dgs@mutah.edu.jo sedgs@mutah.edu.jo
http://www.mutah.edu.jo/gradest/derasat.htm

مؤته – الكرك – الاردن
الرمز البريدي :61710
تلفون :03/2372380-99
فرعي 5328-5330
فاكس 03/2 375694
البريد الالكتروني
الصفحة الالكترونية

الإهداء

إلى وطني الحبيب الى ارض الكرامة والشهامة......... الأردن

إلى رمز الحب والحنان، إلى من قاسمتني السهر والعناء، إلى من بعثت في قلبي الأمل وكانت سنداً لي في كل لحظة.........إليك يا أمي.

إلى ينبوع الحب والعطاء، إلى المنارة التي أضاءت دربي في هذه الحياة........إليك يا أبي.

إلى رمز الوفاء، ومنبع الإخاء الى من كانوا سنداً وعزوةً أفتخر بها........إلى إخوتي حفظهم الله، وأكرمهم بحبه.

إلى من لم تنساني من دعائها، وهي على سرير الشفاء، وأسأل الله العلي العظيم أن يشفيها، ويطيل عمرها..........إلى جدتي الغالية.

إلى منارات العلم والقدوة الحسنة........إلى أساتذتي الكرام، الذين أضاءوا لي سبل البحث، وسهلوا لي كل الصعاب إليهم حبي وإجلالي، ودعائي لهم بالصحة، ورضوان الله.

إلى من هم دائما معي ورفقاء دربي الذين كانوا لي إخوة وأصدقاء.........إلى زملائي الأحبة

إلى من ينبض القلب بحبهم، ويسعد قلبي بوجودهم، الى من كانوا مثالاً للوفاء والإخلاص........ الى أحباب قلبي.

إلى هؤلاء أهدي هذا البحث المتواضع.

مراد محمد الكساسبة

شكر وتقدير

الحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله. الحمد لله الذي وفقني ويسر أمري لإنجاز هذا العمل المتواضع.

أتقدم بالشكر إلى هذا الصرح الشامخ(جامعة مؤتة) منارة العلم والعلماء.

كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان الى الأستاذ الدكتور مدحت الطراونة، جزاه الله كل خير لما لقيته منه من عناية وإرشاد، وتوجيه، سهل علي المجاهل التي كان يريبني الخوض فيها، لولا بصيرته النافذة التي جعلت الحزن سهلا، فأنجزت هذا البحث بهديه ونصحه، حفظه الله .

كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين شرفوني بمناقشة هذا البحث.

وأتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى كل من وقف بجانبي وساندني بأي موقف صغير أو كبير مما كان حافزاً لي للعمل بثقة في إنجاز هذا البحث.

كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى زملائي واصدقائي، أنار الله دربهم ووفقهم إلى كل خير، وأخص بالشكر والعرفان إلى صديقي وأخي سيف الدين المدادحة.

كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى الخبير اللغوي الذي قام بمراجعة هذا البحث تركيباً، وترقيماً، ونحواً، الأستاذ صافي الكساسبة شاكراً له جهده في إخراجه سليماً مما يشوب غيره من البحوث من الأخطاء: التركيبية والإملائية والترقيمية والنحوية.

مراد محمد الكساسبة

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

قائمة الملاحق

الملخص:

أثر السيولة على عوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة.

دراسة تطبيقيه على سوق عمان المالي للفترة (2005-2011)

مراد محمد الكساسبة

جامعة مؤتة ، 2014

هدفت الدراسة للتوصل إلى معرفة أثر السيولة على عوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة، بدراسة حالة سوق عمان المالي . أخذ الباحث أهم المتغيرات المتعارف عليها في ادب العلم المالي المتعلقة بسيولة السهم في الاسواق المالية، والتي تمثلت في: (حجم التداول، رسملة السوق، معدل الدوران، نسبة القيمة السوقية/الدفترية). تم اخذ البيانات بشكل سنوي، خلال الفترة الممتدة ما بين (2005-2011)، حيث تكونت عينة الدراسة من 60 شركة من مختلف قطاعات سوق عمان المالي، وتم الاعتماد على دليل الشركات الذي تم الحصول علية من سوق عمان المالي لجمع البيانات المطلوبة حول متغيرات الدراسة. أما بالنسبة للمعالجات الإحصائية لفحص فرضيات الدراسة، تم استخدام اختبار معامل ارتباط بيرسون، وتم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمنحنى التأثير الثابت باستخدام طريقة المربعات الصغرى للبيانات المجتمعة (Panel data) . توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من (حجم التداول، رسملة السوق، نسبة القيمة السوقية/الدفترية) وعوائد الأسهم، في حين لم تظهر النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الدوران وعوائد الأسهم، كما توصل الباحث الى وجود أثر لكل من(حجم التداول، معدل الدوران، نسبة القيمة السوقية/الدفترية) على عوائد الأسهم. كان لمعدل دوران، ونسبة القيمة السوقية/الدفترية قوة تفسيرية للتنبؤ بعوائد الأسهم، لذلك يوصي الباحث المستثمرين والمهتمين بالسوق المالي التركيز على استخدام هذه المتغيرات. وعلى السوق المالي اظهار المعلومات اللازمة لكي يستفيد منها المستثمرون، وذلك لزيادة الثقة، وزيادة جذب المستثمرين، مما يساهم في زيادة التدفقات النقدية الى السوق.

Abstract:

The Effect of Liquidity on Stocks Returns in Emerging Financial Markets
An Empirical Study on Amman Stock Exchange

Murad Mohammad Kasassbeh
Mutah University, 2014

Liquidity is one of the important factors that investors consider in their decision making. The purpose of this research is to investigate the effect of liquidity on stock returns in emerging financial markets. Studying the case of Amman Stock Exchange, The researcher utilized the most common variables known in the financial sciences literature and that are available in Amman Stock Exchange. Represented by the trading volume, market capitalization, stock turnover rate, and book to market ratio. Yearly data during years (2005-2011) have been used. Research hypotheses were tested using regression analysis according to Regression Effect Fixed Curve using Least Squares methods (LS) for the data altogether (data panel), along with Pearson Coefficient of Correlation. The results of the research showed after analyzing the variables (Trading Volume, Stock Turn-over Rate, Market Capitalization and the P/B Ratio)that there is a significant relationship between (Trading Volume and Market Capitalization and the P/B Ratio) with stock returns. Unlike the remaining variable (Turn-Over Rate) which had no significant relationship with stock returns. Moreover, the study showed a significant effect of (Trading Volume, Turnover- Rate, and the P/B Ratio) on stock returns. Turnover-Rate and the P/B Ratio had an explaining power to predict stocks returns, thus, the researcher recommends investors and those of interest in the financial market to focus on using these variables and the financial market must make the required information available so investors can take benefit of it, which leads to increasing trust and attracting more investors which contributes to the increase of cash flows to the market.

الفصل الأول

خلفية الدراسة وأهميتها

1.1 المقدمـة:

تشكل أسواق الأوراق المالية ركناً رئيسياً من أركان هيكل القطاع المالي، لأهميتها في التنمية الاقتصادية، والنشاط الاقتصادي في الدولة باعتبارها عاملاً رئيسياً في توفير مصادر التمويل اللازمة للقطاعين: العام والخاص، من خلال تبادل الأوراق المالية. ونتيجة للتطورات المواكبة سواء من الناحية الاقتصادية أو التكنولوجية وغيرها من التطورات فقد زادت أهمية سوق الأوراق المالية، والاهتمام بكفاءة وتحسين أداء هذه الأسواق؛ لحاجة الدولة إلى رؤوس الأموال ومنها الأردن، والذي بدوره ينعكس على عائد الأوراق المالية المتعامل بها في السوق المالي.

ويعتبر الاستثمار بالأوراق المالية، وخاصة الأسهم، من أهم الأنشطة في مجال الاستثمار لأي سوق مالي. فهناك إقبال كبير على الأسهم أكثر من غيرها من الأوراق المالية؛ لأنها توفر فرصاً جديدة للحصول على عوائد مالية جيدة ، وقدرة تحويلها إلى سيولة بتكاليف أقل خاصة في الأسواق التي تتميز بالمنافسة والسيولة.

إن السيولة جذبت انتباه الباحثين والأكاديميين بشكل عام في السنوات الأخيرة، وظلت السيولة تعتبر مسألة مهمة جدا للمشاركين في عمل السوق المالي، عندما يقررون القيام بالاستثمار بالأوراق المالية.

توفر الأسواق المالية الفرص لجميع قطاعات الشركات: المالية والخدمية والصناعية؛ للحصول على تمويل من المستثمرين، كما توفر للمستثمرين فرصا للاستثمار وسهولة تسييل الأوراق (السيولة) في جو من النزاهة، والعمل على تطوير السوق المالي، وتشجيع إنشاء شركات جديدة وإدراج أوراق مالية جديدة.

تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية، وترسيخ أسس التداول السليم والعادل، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال. وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية (www.ase.com.jo).

ومن خلال التعاون المقدم من قبل سوق عمان المالي مع الباحث، تم الحصول على البيانات اللازمة للقيام بالبحث على أكمل وجه لتحليل البيانات والوصول إلى نتائج مهمة تستفيد منها الجهات المعنية، وأصحاب القرار؛ لتوفير معرفة علمية منهجية لاتخاذ قرارات استثمارية سليمة.

2.1 مشكلة الدراسة :

على الرغم من وجود عدد من الدراسات الحديثة، واتفاق الباحثين على وجود أثر للسيولة على عوائد الاسهم في الأسواق المالية الناشئة، إلا أن هناك تبايناً في تحديد ودراسة المتغيرات المرتبطة بها، وتبقى مسالة السيولة في الأسواق المالية الناشئة ومدى تأثيرها على عوائد الاسهم بحاجة الى دراسة أكثر عمقاً، مما أدى ذلك إلى خلق تساؤلات كثيرة حول توفير السيولة ودخولها للسوق الناشئ وأثرها على عوائد الاسهم العادية المتداولة في السوق. وتتلخص مشكلة الدراسة بالتساؤلات التالية:

1- هل هناك أثر للسيولة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي؟
2- هل هناك أثر لمعدل الدوران على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي ؟
3- هل هناك أثر لرسملة السوق على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي ؟
4- هل هناك أثر لحجم التداول على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي ؟
5- هل هناك أثر لنسبة القيمة السوقية/القيمة الدفترية على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي ؟

3.1 أهمية الدراسة :

تنبع أهمية الدراسة من أهمية سوق عمان المالي كونها توضح اثر السيولة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي الذي يعتبر من الأسواق المالية الناشئة، من خلال الحصول على معرفة ملائمة وزيادة ثقة المستثمرين في هذا السوق، وقدرتهم على اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

كما أن هذه الدراسة سلطت الضوء على مفهوم وأهمية السيولة وبيان علاقتها بعوائد السوق المالي، إذ يحظى موضوع الاسواق المالية باهتمام بالغ في الدول المتقدمة

والنامية على حد سواء لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية، وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي، وتزيد من معدلات الرفاهية لأفراده (عبد النبي،2009)، إن للسيولة دوراً هاماً في جذب المستثمرين إلى السوق المالي؛ لأن السيولة تعد مسألة مهمة جداً للمشاركين في عمل السوق عندما يقررون القيام بالاستثمارات بالأوراق المالية. فهم يأخذون السيولة بعين الاعتبار؛ لأنها تزودهم بالأمان، وتقلل من خطر الخسائر. حين يرغبون بتنفيذ صفقات ذات قيمة كبيرة، وهذا بدوره ينعكس بشكل ايجابي على أداء ونشاط السوق، وكذلك، أيضا، فإن العائد مهم بالنسبة للمستثمرين الذين يتعاملون في الأسواق المالية والنقدية؛ لأنهم يرغبون بالحصول على دخل عن طريق استثماراتهم بالسوق. تبرز أهمية أخرى لهذه الدراسة إذ أنها أخذت مقاييس أكثر شمولا لقياس السيولة، والتي اندرجت في متغيرات الدراسة، ويأمل الباحث أن يستفيد من هذه الدراسة المتعاملون والمستثمرون في سوق الأوراق المالية، ومساعدتهم في القرار الاستثماري السليم. ولا ننسى أن السوق المالي هو بمثابة مرآة عاكسة لاقتصاد الدولة من حيث قوته أو ضعفه. لذلك لابد من الاهتمام بمعرفة طرق تنمية وتحسين أداء السوق.

4.1 أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيس للدراسة في التعرف الى أثر سيولة السوق المالي على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي، وتقليل الغموض المترتب على هذا الأثر، والخوض في دراسة مكثفة؛ لكشف هذا الأثر، وينبثق عن هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية:

1- معرفة ماهية و أهمية العلاقة ما بين السيولة وعوائد الأسهم في السوق المالي الناشئ.
2- معرفة ماهية المتغيرات المرتبطة بالتنبؤ بعوائد الأسهم التي يهتم بها المستثمرون في السوق المالي، والتي بدورها تؤثر على جذب المستثمرين إلى السوق.
3- التعرف على أهم مؤشرات السيولة وغيرها من المؤشرات المستخدمة، والتي لها علاقة بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة.
4- التعرف على العلاقة والآثار التي يسببها متغير السيولة على عوائد الأسهم في قطاعات سوق عمان المالي.

5.1 فرضيات الدراسة:

تسعى هذه الدراسة الى اختبار فرضيات النفي التالية المتعلقة بمتغيرات الدراسة:

الفرضية الرئيسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية($p \leq 0.05$) للسيولة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

وينبثق من الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية:

H01: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية($p \leq 0.05$) لحجم التداول على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

H02: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية($p \leq 0.05$) لمعدل الدوران على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

H03: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية($p \leq 0.05$) لرسملة السوق على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

H04: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية($p \leq 0.05$) لنسبة القيمة السوقية/الدفترية على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

6.1 متغيرات الدراسة :

تتضمن هذه الدراسة متغيرين أساسيين، هما: المتغير المستقل السيولة وأبعادها(معدل الدوران، رسملة السوق، حجم التداول، نسبة القيمة السوقية/القيمة الدفترية) والمتغير التابع والمتمثل بعوائد الأسهم والذي يتم حسابه عن طريق صافي الأرباح بعد الضريبة/عدد الأسهم المكتتب بها .

7.1 نموذج الدراسة:

بناءً على مشكلة الدراسة وأهدافها ووفقاً للدراسات السابقة في أدبيات عوائد الأسهم والسيولة، فقد تم تطوير نموذج افتراضي للدراسة ومتغيراتها، وقد اشتمل نموذج الدراسة على عوائد الأسهم كمتغير تابع والسيولة بأبعادها المختلفة كمتغير مستقل.



المصدر: إعداد الباحث نفسه.

8.1 نطاق الدراسة ومحدداتها:

هذه الدراسة ارتكزت على سوق عمان المالي، باعتباره سوقاً مالياً ناشئاً، ولسهولة الحصول على البيانات منه. ولغرض هذه الدراسة أخذ الباحث الفترة الممتدة ما بين (2005-2011) وتم الحصول على بيانات هذه الفترة، لغرض إعداد هذه الدراسة من الإحصائيات المنشورة، ودليل الشركات المتوفرة في سوق عمان المالي والبنك المركزي.

9.1 مصطلحات مفتاحية:

سوق الأوراق المالية: الآلية التي تمكن وتيسر الناس القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل وطويلة الأجل ، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفء(عبد القادر، 2010).

السهم: شكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية، ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فان كلا من رأس المال المعلن،

ورأس المال الفعلي، ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون(معروف،2009).

السيولة: هي أن ينفذ المشاركون في السوق وبشكل فوري، حجماً كبيراً من الصفقات بدون تأثير كبير على سعر الورقة المالية(Christ and Stahel,2004) .

معدل الدوران: هذا المؤشر يمثل نسبة حجم التداول(TV) إلى القيمة السوقية(MV) حيث تمثل هذه النسبة معدل الدوران من المؤشرات التي تقيس سيولة السوق المالية(العاني،2002).

حجم التداول: عدد الأسهم المتداولة مضروبا بمعدل السعر للسهم خلال تلك الفترة والذي يمكن حسابه بشكل يومي أو أسبوعي أو سنوي (www.ase.com.jo) .

رسملة السوق: القيمة السوقية لرأسمال الشركات وتحسب بضرب أجمالي عدد الأسهم المكتتب بها في سعر أغلاق أخر يوم تداول (www.sdc.com).

نسبة القيمة السوقية/الدفترية: هي أحد المؤشرات المفيدة في التنبؤ بالسلوك المستقبلي لأسعار عوائد الأسهم(Aras,guler and Mustafa,2008).

الأسواق المالية الناشئة: يمكن الرجوع إلى تعريف مؤسسة التمويل الدولية للسوق الناشئة على أنها: سوق أسهم، وقروض، في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من 10,000 دولار.

الفصل الثاني
الإطار النظري والدراسات السابقة

1.2 الأسواق المالية

1.1.2 ماهية الأسواق المالية:

الأسواق المالية هي وسيلة لعرض الأموال المتمثلة بالمدخرين، والطلب عليها المتمثل بالمستثمرين، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وهذا بدوره يساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي الذي يعتبر من أهم عوامل الإنتاج. إن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع وتوفيقها مع استخداماتها على أفضل وجه(عبد النبي،2009، ص.21).

إن الأسواق المالية تشمل كلاً من المستثمرين والمدخرين، وكذلك المنشآت المالية والأدوات المالية. لذلك يعمل سوق المال عمل الوسيط الذي بدوره يسهل عملية تبادل الأوراق المالية بين الأطراف.

1.2.2 مفهوم السوق المالي:

يجب التفريق بين السوق المالي، وسوق رأس المال. فالسوق المالي هو الوسيلة التي من خلالها يتم العرض والطلب للأصل المالي أو النقدي أو الخدمة أو السلعة، فإن جانب العرض يمثل البائعين، وجانب الطلب يمثل المشترين. لذلك يوجد تعريفات عدة لسوق المال ويمكن التعرف على أهم هذه التعريفات(عبد القادر، 2010 ،ص.67):

أولا: تعريف سوق المال من منظور علم الاقتصاد: يعرف سوق المال من هذا المنظور بأنها "الآلية التي تمكن وتيسر الناس القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل وطويلة الأجل ، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفء."

حيث يشمل هذا التعريف المفاهيم التالية:

1- الآلية: تمثل المجال أو الإطار أو الإجراءات والقواعد التي يدار على أساسها سوق المال، فالسوق المالي لم يعد مجرد مكان فقط.

2- الناس: هم الأفراد والمؤسسات بأنواعها كافة والحكومات، سواء كانوا يمثلون وحدات الفائض المالي أو وحدات العجز المالي.

3- إصدار وتداول: تعني أن هناك سوقين هما: سوق الإصدار وسوق التداول لأدوات الاستثمار.

4- أدوات الاستثمار: تشمل الأوراق المالية (Financial securities) مثل: الأسهم، والسندات، وأذونات الخزينة، وشهادات الإيداع، وغيرها والسلع مثل: المعادن والقيم المنقولة الأخرى، التي لها قيمة.

5- تكلفة معاملات منخفضة: أي أن سوق المال يجب أن يحقق الكفاءة.

6- أسعار تعكس فرضية السوق الكفوء: وتتحقق هذه الفرضية إذا لم يكن هناك فرق بين السعر السوقي للأصل المالي وسعره الحقيقي (سعر التوازن)

ثانياً: تعريف سوق المال من منظور علم التمويل. يعرف سوق المال من هذا المنظور بأنه السوق الذي يقوم بالوظائف التالية:

1- تسهيل زيادة رأس المال، ويتم ذلك من خلال أسواق رأس المال.

2- تسهيل نقل المخاطرة، ويتم ذلك من خلال أسواق المشتقات.

3- تسهيل التجارة الدولية، ويتم ذلك من خلال أسواق المشتقات.

4- الوساطة بين من يملكون (يعرضون) ويطلبون رأس المال(capital) .

ولكن هناك تعريف شامل يوفق بين هذه التعريفات "سوق المال هي السوق الأم لكافة الأسواق التي تتعامل في الأصول، والأدوات المالية قصيرة الأجل: كالأوراق التجارية وأذونات الخزينة، وطويلة الأجل: كالأسهم والسندات. وتعد سوق النقد، وسوق رأس المال الرافدين الأساسين لهذه السوق(Chance,1991,p.2). وتمارس هذه السوق من خلال بعض مؤسساتها القائدة دورا بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي، والحفاظ على الاستقرار النقدي، فضلا عن كونها آلية مهمة في تعبئة واستقطاب المدخرات، وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية.

من خلال هذا التعريف يتضح لنا أن سوق المال يتكون من قسمين (حسن، 2005، ص.21):

1- سوق النقد(Money Market)

2- سوق رأس المال(Capital market)

1.3.2 مفهوم سوق النقد:

إن الأسواق النقدية، هي: أسواق تتعامل مع أدوات مالية قصيرة الأجل، ويكون قدرة تحويلها إلى السيولة بشكل سهل. وهذا تعريف بشكل موجز ولكن إذا أردنا التعرف أكثر إلى سوق النقد، فسوق النقد: هي السوق التي تتخصص في الأدوات قصيرة الأجل، والتي تتمتع بقدر عال من السيولة، ويمكن تسيلها فور عرضها للبيع وبأدنى قدر من الخسائر (Ritter, et al.,2008, p.2) وهناك من عرف الأسواق النقدية بأنها عبارة عن الأسواق التي تتم من خلالها عمليات: الإقراض أو الاقتراض، فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية، أو فيما بين البنوك المحلية، والمؤسسات المالية المحلية الاخرى.

تتأثر السوق النقدية بطبيعة الحال بنوعية السياسة النقدية المطبقة، وترتكز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة. ويتحدد سعر الفائدة بناء على العرض والطلب على أن المعرفة التامة للسوق والعوامل التي تؤثر عليه، سواء كانت محلية او خارجية، تمكن المتعامل من معرفته لتحركات واتجاهات أسعار الفائدة، كما يجب التنويه على أهمية المؤشرات الاقتصادية ودورها البالغ في حركة اتجاه الأسعار صعودا وهبوطا، وكذلك طبيعة الظروف السياسية في البلد ذاته، والوضع الإقليمي وأثر ذلك على ميكانيكية السوق(خربوش وآخرون،2010، ص.36).

يتبين من خلال هذه التعريفات أن الأدوات المالية المتعامل بها في السوق النقدي، تكون ذات مخاطرة قليلة كونها أدوات استحقاق أقل من سنه.

1.4.2 تعريف أسواق رأس المال :

يعرف سوق رأس المال بأنه "هو الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات الطويلة الأجل، سواء من خلال الاكتتاب الأولي للأداة المالية، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات

السوق"(التميمي،2010، ص.92)، وتسهل أسواق رأس المال عملية بيع وشراء الأوراق المالية، مثل الاسهم والسندات. التي تمثل وظيفتين أساسيتين، هما: السيولة وتسعير الأوراق المالية (Pandey, 2005, p.417).

يتضح مما سبق أن سوق رأس المال يحوي أدوات مالية ذات مخاطرة عالية، لأنها أدوات ذات استحقاق لأكثر من سنة، وتحقق هذه الأدوات عوائد مرتفعة لتناسب مخاطرها العالية.

وبناء على ذلك، فإن سوق رأس المال يشكل عاملاً مهماً وله دور فعال في الحياة الاقتصادية، ويشمل سوق رأس المال سوق الأوراق المالية، والتي لها مكانة هامة وفعالة في السوق المالية.

1.5.2 مكونات سوق الأوراق المالية:

1- أسواق أولية (سوق الإصدار)

"هو ذلك السوق الذي يتعامل بالإصدارات الأولية أو الجديدة من الأوراق المالية للشركات التي تؤسس حديثا، ولذلك يسمى بسوق الإصدارات للأوراق المالية للشركات عند الاكتتاب بهذه الأوراق لأول مرة. والهدف الأساسي من التداول في هذا السوق هو الحصول على رأس المال الأساسي للمشاريع، أو زيادة رأس المال من خلال تمويل المشروعات الجديدة تحت التأسيس، أو توسيع المشاريع القائمة حاليا"(آل شبيب، 2009، ص.191)

2-الأسواق الثانوية (سوق التداول)

هي أسواق التداول أو السوق الثانوية، والذي يتم في نطاقها التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتم الاكتتاب فيها. لذلك يمكن تعريفها بأنها الإطار الذي يتم فيه إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية.(عبد القادر، 2010، ص.136).

وينقسم السوق الثانوي إلى نوعين هما:

أ- أسواق منظمة(الرسمية)

هي سوق الأوراق المالية المدرجة. التداول بها يكون بموجب قواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق وطبقا لمواعيد دورية وبطريقة المزايدة العلنية .(التميمي،2010،ص.101)

ب- الأسواق غير المنظمة(غير الرسمية أو السوق الموازية)

يعرف هذا السوق بأنه سوق للمفاوضة، غير رسمية وغير مركزية، ويجري التعامل في هذا السوق على الأوراق المالية غير المقيدة في السوق الرسمية، وأصبحت تتعامل حاليا في الكثير من أدوات المشتقات المالية كالعقود الآجلة. وهذه العقود يقابلها في الأسواق الرسمية(البورصة أو المنظمة) العقود المستقبلية، كما تتعامل في عقود الاختيار شأنها في ذلك شان السوق الرسمية، كما تتعامل بلا منافس في بعض الأدوات التي صارت تحظى بأهمية كبيره في الأسواق الدولية، كعقود تثبيت أسعار الفائدة، وهي: عقود الحد الأقصى لسعر الفائدة، وعقود الحد الأدنى(القاع)، وعقود الطوق التي تجمع بين النوعين السالفين. وفضلا عن هذا أو ذاك فهي تتعامل في عقود واتفاقيات المبادلات وبلا منافس لها مطلقا .(حسن،2005، ص.29)

وهناك نوعان من الأسواق غير المنظمة(التميمي، 2010، ص.105):

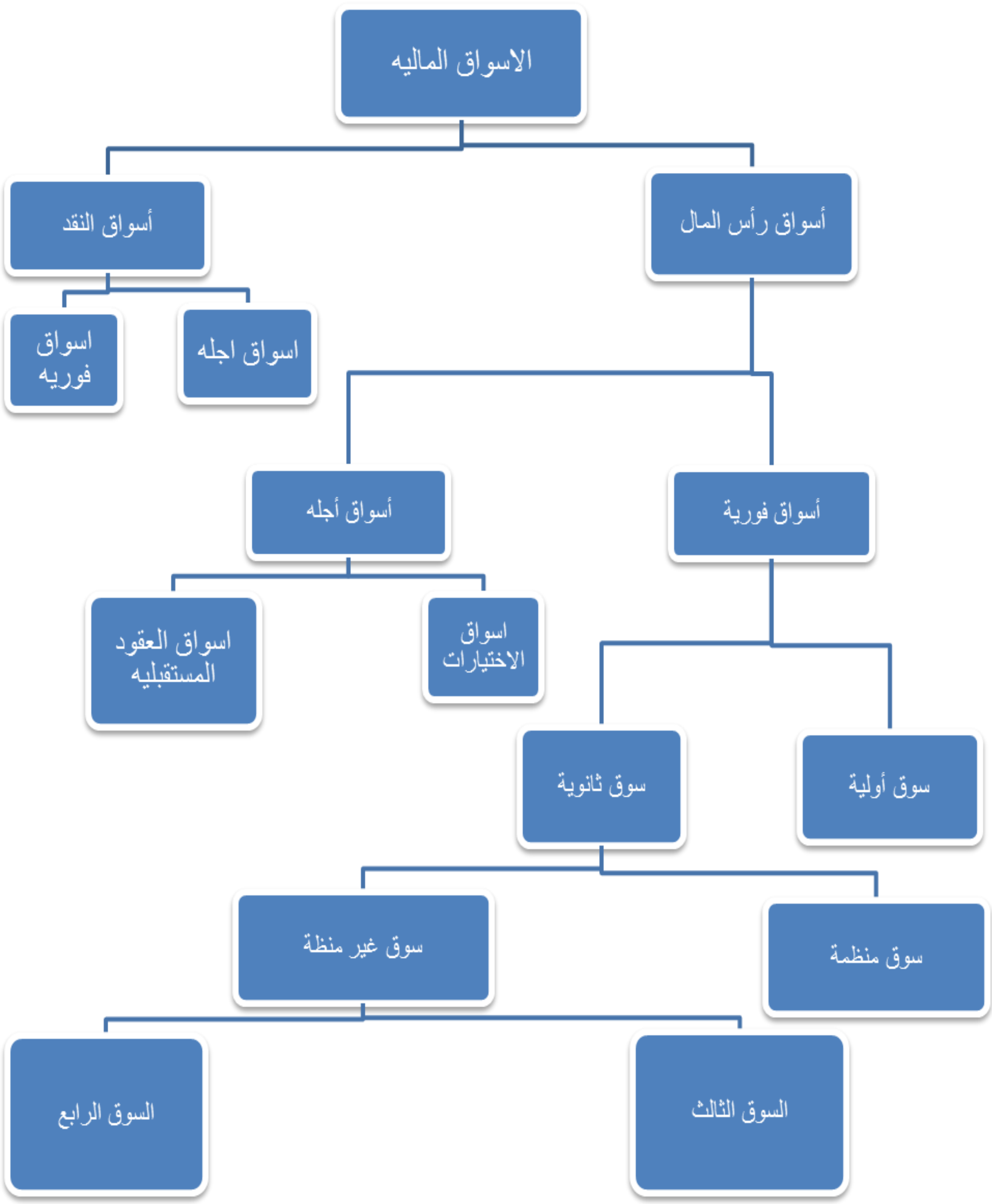
أ- السوق الثالث:

السوق الثالث هو جزء من الأسواق غير المنظمة ويتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يكونون على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية، ومنافسة أعضاء السوق المالي المنظم، وكذلك يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة. فهذا النوع من الأسواق يتميز بتكلفة المعاملات قليلة، وسرعة التنفيذ.

ب- السوق الرابع:

في هذا السوق يتم التعامل مباشرة دون وسيط بين الشركات الاستثمارية الكبيرة؛ بهدف تخفيض النفقات، والتكاليف. لذلك تبحث هذه الشركات بنفسها عن بائع أو

مشتر، ويتم التواصل عن طريق شبكات الاتصال الالكترونية، والتي يمكن عن طريقها معرفة حجم الأسعار.



الشكل (1)

يوضح هيكل السوق المالية بطريقة شاملة وموضحة.

المصدر : إعداد الباحث بالرجوع إلى عدة مراجع مختلفة

1.6.2 الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

من أهم الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية:

1- الأسهم:

تمثل الملكية في الشركات التي تقوم بطرحها وبيعها. فالشركة عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي من الملكية لتمويل توسعاتها الاستثمارية، كذلك يمكن للمستثمرين إعادة بيعها بانتظام، سواء بغرض الحصول على نقدية، أو لتعديل محافظ استثماراتهم الحالية (عبد النبي، 2009، ص. 58)

وتقسم الأسهم الى نوعين هما:

أ- الأسهم العادية:

هي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة أسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فان الأسهم العادية، هي: الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية الشركات فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحامليها الحصة الكلية في الشركة، ولهم الأولوية الأخيرة في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت أثناء اجتماع الهيئة العمومية للشركة، والتدخل في الشؤون الإدارية.(معروف،2009، ص ص.92-93)، ويمكن تعريف الأسهم العادية بموجب مركز إيداع الأوراق المالية بأنه" أوراق مالية تمثل حق ملكية وتحمل قيمة اسمية محددة. ولحملة الأسهم العادية حق التصويت في الاجتماع السنوي، كما أن لهم الحق في استلام توزيعات الأسهم في حال توزيعها.

ب- الأسهم الممتازة:

"هي وثيقة (مستند) تحمل قيمة أسمية معينة تصدرها الشركات المساهمة، ويمثل لحاملها حصة في ملكية الشركة. بمقدار يعادل قيمة السهم الممتاز إلى إجمالي الموجودات الصافية للشركة، وحصة محددة من أرباح الشركة"(خلف،2006،

ص.224) وكما ويعرف السهم الممتاز، بأنه: أداة مالية هجينة، تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي)، ولحامله الحق في الحصول على عائد محدد سنويا أما بنسبة من القيمة الأسمية، أو مبلغ محدد، بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم. واكتسب السهم الممتاز هذه التسمية لتفضيل حملته على حملة الأسهم العادية(التميمي وآخرون،2004، ص.66)

ويمكن التمييز ما بين الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، من خلال النقاط التالية (خلف،2006، ص ص.229-230):

1- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح.

2 - حق الأولوية يكون لحملة الأسهم الممتازة على حملة الأسهم العادية في الحصول على قيمة السهم في حالة تصفية الشركة.

3- يوجد في الغالب حد أقصى لمقدار العائد لحملة الأسهم الممتازة الذي يمكنه الحصول عليه، أو حد معين لهذا العائد، والذي يتحدد بنسبة مئوية من القيمة الأسمية لهذه الأسهم الممتازة، في حين لا يوجد حد معين لعائد الأسهم العادية.

4- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة غالبا، المشاركة في الإدارة، من خلال: عدم المشاركة في اجتماعات الهيئة العامة، وعدم المشاركة في التصويت وبالتالي في الترشيح لمجلس الإدارة، حيث يقتصر ذلك على حملة الأسهم العادية.

5- يكون عائد الأسهم الممتازة أقل من عائد الأسهم العادية في الغالب، لأن الأسهم الممتازة أقل مخاطرة من الأسهم العادية.

2- السندات:

تمثل السندات صكوك دين لمالكها، وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) ووحدات الفائض(المقرض)، فهي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية، كل وحدة منها تدعى سنداً.

يتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسييل العالية لحامله بوجود سوق الأوراق المالية، فضلا عن إمكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية خلال عمليات التداول.(الداغر،2005، ص.103) ويمكن تعريف السندات بموجب سوق

الأوراق المالية الأردني "بأنها شهادات دين تصدرها الشركات أو الحكومة لهدف اقتراض النقود من العامة". وبموجب مركز إيداع الأوراق المالية الأردني يعرف السند بأنه" ورقة مالية ائتمانية تصدر من قبل الشركات والحكومات بهدف الاقتراض من المستثمرين".

أنواع السندات حسب مركز إيداع الأوراق المالية الأردني والمتعامل بها :

1- السندات الحكومية: هي سندات التنمية طويلة الاجل الصادرة عن الخزينة، بالإضافة الى السندات المكفولة من قبل الحكومة الصادرة عن بعض المؤسسات الحكومية بموازنات مستقلة، والتي تم تحويلها إلى سندات حكومية.

2- السندات القابلة للاستدعاء: السندات التي يحق لمصدرها اطفاءها قبل موعد استحقاقها.

3- سندات غير قابلة للاستدعاء: وهي سندات لا يمكن استردادها قبل حلول أجل استحقاقها.

4- السندات القابلة للتحويل: وهي السندات التي يحق لحاملها تحويلها الى ورقة مالية اخرى.

5- سندات Brady: هي السندات المصدرة من قبل الدول المتقدمة بهدف إعادة جدولة ديون الدول النامية. تم تسمية هذه السندات تيمنا باسم مقترح الفكرة Nicholas Brady، وزير الخزينة الامريكية السابق.(www.sdc.com.jo)

الفرق بين الأسهم والسندات:

جدول رقم (1)

الفرق بين الأسهم والسندات.

الأسهم	السندات
· جزء من رأس المال الشركة.	دين على الشركة.
· حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.	حامل السند دائن بقيمة السند.
· ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.	عائد السند ثابت، ولا يتأثر بالخسارة.
· حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.	حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتي تغيير الشكل القانوني، أو إدماج الشركة في أخرى
· حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان.	حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.
· عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.	حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة ، أو في حالة التصفية.
· القيمة الجارية أو السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.	القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.
· عائد الأسهم يعتبر توزيعا للأرباح يخضع للضريبة.	الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.
· للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسير العمل في الشركة.	حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.
– يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار	يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.

المصدر : الموسوي،(1998)،"البورصات:أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"

2.2 ثانياً عوائد الأسهم:

1.2.2 عوائد الأسهم:

بشكل عام يمارس المستثمر في سوق الأسهم عملية الشراء إذا ما كان معدل العائد المرغوب (الذي يطلبه المستثمر) أقل من أو مساويا إلى معدل العائد المتوقع من السهم المعروض.

وعلى العكس يلجأ المستثمر إلى بيع السهم إذا كان معدل العائد المرغوب (المطلوب) أعلى من معدل العائد المتوقع، علما بأن معدل العائد المتوقع يعبر عن تعويض المستثمر جراء تأجيل استهلاكه الحالي(استثمار) بما يتضمن ذلك من حساب درجة المخاطرة لهذا النوع من الاستثمار (الداغر،2005، ص.94).

2.2.2 عائد السهم العادي:

يحتل عائد السهم العادي أهمية كبيرة في التعاملات بالأسهم في الأسواق المالية والنقدية إضافة إلى قيمة السهم العادي في السوق (القيمة السوقية) وبالذات للمستثمرين الذين يرغبون في الحصول على دخل من الأسهم العادية التي يستثمرون أموالهم فيها، وبالتالي فإن ما يهمهم أساسا في استثماراتهم هذه هو العائد من السهم العادي الذي يحصلون عليه طيلة فترة احتفاظهم به، وليس العائد الذي يتحقق من عمليات المتاجرة والمضاربة بالسهم العادي عن طريق عمليات البيع والشراء وقد يفضل البعض العائد لاحقا ولذلك يستثمر في مشروعات يتوقع لها النجاح وتحقيق الأرباح، ومن ثم عائد أكبر لسهمها العادي، في حين أن البعض يمكن أن يقبل بعائد مناسب للأسهم العادية تعود لشركات مستقرة، ولذلك فإن قياس عائد السهم العادي مهم للمستثمرين، وكذلك للتجار المضاربين، والذين يتعاملون في الأسواق المالية والنقدية، لأن العائد لا يؤثر فقط على الدخل الذي يتحقق نتيجة للسهم العادي، وإنما على قيمة السهم في السوق وهنالك عدة مؤشرات ومقاييس يتم استخدامها لقياس عائد السهم العادي ومن أهمها(خلف، 2006، ص ص. 212-217):

1-نصيب السهم العادي من الأرباح المتحققة، وهذا المقياس يؤدي دورا هاما وأساسيا في تحديد سعر السهم(قيمته) وتحاول الشركات المساهمة عادة العمل بكل جهودها

على رفع هذا النصيب، أو الحصة للسهم العادي من الأرباح الموزعة؛ لأنه يعتبر محدداً أساسياً للمستثمر عندما يتخذ قراره بالاستثمار في أي سهم عادي من عدمه.

ونصيب السهم العادي من الأرباح المتحققة =

$$\frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

2- نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة، وهذا مهم بشكل خاص للمستثمرين الذين يكون هدفهم الأساسي الحصول على دخل يوفر لهم متطلبات عيشهم ويلبي احتياجاتهم، ولذلك يعتمدون عليه بشكل مهم في استثماراتهم في الأسهم العادية، إذ كلما زاد هذا النصيب من السهم العادي كلما زادت استثماراتهم، وبالعكس، أي أن اهتمامهم بنصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة يفوق اهتمامهم بنصيب السهم العادي من الأرباح المتحققة.

نصيب السهم العادي من الارباح الموزعة =

$$\frac{\text{حصة حملة الاسهم العادية من الأربا ح الموزعة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

3-الريع الجاري للسهم العادي، والذي يعتبر مؤشراً لقيام عائد السهم العادي وهو:

$$\text{الريع الجاري للسهم العادي} = \frac{\text{نصيب السهم العادي من الأربا ح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}}$$

4- الريع خلال فترة الاقتناء والحيازة وهو الربح الذي يتحقق للمستثمر في السهم العادي، خلال فترة الاحتفاظ به (أي حيازته) بعد اقتنائه (أي بعد شرائه) وهو

$$\text{الريع لفترة الحيازة} = \frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء} + \text{المستلم من الأربا ح}}{\text{سعر الشراء}}$$

5- قيمة السهم العادي حسب العائد المتوقع، وهي القيمة التي يكون المستثمر مستعدا لدفعها مقابل حيازته للسهم، أي شرائه والاحتفاظ كاستثمار له، من أجل أن يعطيه

العائد الذي يرغب (يتوقع) الحصول علية مقابل استثمار امواله في السهم العادي.

$$\text{قيمة السهم حسب العائد} = \frac{\text{القيمة الأسمية للسهم العادي} \times \text{نسبة التوزيع}}{\text{معدل العائد (المتوقع) المرغوب من قبل}}$$

3.2.2 عائد الأسهم الممتازة:

إن عائد الأسهم الممتازة يتم حسابه على أساس الميزات التي يتم منحها للأسهم الممتازة، وحسب نوعيتها، إذ تختلف هذه الميزات التي يحصل عليها السهم الممتاز باختلاف أنواع الأسهم الممتازة هذه، وبالذات ما يتصل منها بمعدل العائد الذي تحصل عليه وما إلى ذلك.(خلف، 2006، ص ص. 212-217).

3.2 ثالثا الأسواق المالية الناشئة:

1.3.2 ماهية الأسواق المالية الناشئة:

أدت حركة التحرر المالي التي شهدها العالم إلى ظهور أسواق مالية جديدة متطورة تضاهي في تطورها الدول النامية، أطلق عليها الأسواق المالية الناشئة.

لقد استقطبت هذه الأسواق المستثمرين وجذبت انتباههم، لأنها لعبت دوراً كبيراً في التنمية الاقتصادية المحلية، فكانت مصدر عائد كبير للمستثمرين بسبب التدفقات المالية الواسعة نحوها، وكذلك سعت للاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية.

2.3.2 مفهوم الأسواق المالية الناشئة:

يطلق مصطلح الأسواق المالية الناشئة، والذي تم استخدامه لأول مره سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية، على الأسواق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية، ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد، فمثلا تصنف الأسواق على أنها أسواق ناشئة حسب شركة Standard and Poor's إذا توفر فيها الشرطان التاليان على الأقل:

1- أن تنتمي لاقتصاد، ذي دخل متوسط، أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي.

2- أن يكون رأس المال القابل للاستثمار منخفضا مقارنة بالناتج المحلي الخام (زيطاري،2004، ص ص.44-45).

يعرف السوق المالي الناشئ حسب مركز إيداع الأوراق المالية بأنه "سوق أوراق مالي في دول لا تزال تسعى لتطوير قاعدتها الصناعية".

3.3.2 مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة:

تمر الأسواق الناشئة بمجموعة من مراحل التطور يكون فيها وضع السوق أفضل من المرحلة التي قبلها، وتتلخص هذه المراحل بـ (صقر،2003، ص ص.107-108):

1- المرحلة الأولى :تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

أ- قلة عدد الشركات المسجلة، وانخفاض عدد الأسهم، وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار.

ب- ارتفاع درجة التركز وانخفاض السيولة.

ج- تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع، الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، وتمر العديد من هذه الأسواق بهذه المرحلة في دول إفريقيا مثل كينيا وزمبابوي، وفي شرق أوروبا مثل بولندا.

2- المرحلة الثانية :وتتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بـ:

ارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي.

ولكنه مع ذلك تبقى سوق الأوراق المالية صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة، وإن كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل، ومن بين أسواق الأوراق المالية الناشئة التي دخلت في هذه المرحلة أسواق: البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.

المرحلة الثالثة :وتتميز الأسواق الأوراق المالية في هذه المرحلة بأنها:

أ- تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل، وحجم الأسهم المصدرة.

ب- تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص، أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح إصداراتها للجمهور طرحا أوليا، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة الناجحة، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل هذه الأسواق: الأرجنتين وإندونيسيا –تركيا –ماليزيا، المجر وتايلاند.

المرحلة الرابعة :وهي آخر مرحلة حيث تصبح هذه الأسواق أكثر نضجا وتتميز بما يلي:

أ- ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة.

ب- يزداد السوق المالي اتساعا.

ج- انخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى مستويات الدولية التنافسية.

د- تعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة. وتشمل هذه الأسواق: هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة وتايوان.

4.3.2 خصائص الأسواق المالية الناشئة:

تشترك غالبية البورصات الناشئة في بعض الميزات على الرغم من تباينها فيما يتعلق ببعض المؤشرات ومنها(بلميهوب،2004، ص.15):

1- الحجم الصغير: يعكسه كل من مؤشر رسملة البورصة، ومؤشر عدد الشركات المسجلة في السوق. وعلى الرغم من تحقيق بعض الأسواق لمعدلات جيدة، وارتفاع مؤشراتها إلى أكثر من تلك المتحققة في الأسواق المتقدمة، إلا أنها تبقى متميزة بنوع من التواضع .

2-درجة تركيز عالية : تبدو من خلال ملاحظة تقاطع مؤشرات الحجم والتركيز ، أي بدلالة وزن أهم الشركات المسجلة في رسملة البورصة، مما يسمح عزل البورصات الناشئة عالية التركيز باستثناء الهند و الباكستان والبرازيل .

3- تذبذب كبير في الأسواق الناشئة بالنسبة للأسواق المتقدمة : وتقاس درجة التذبذب بواسطة الانحراف المعياري لعوائد السوق المعينة، وأيضا بمعدل (PER) وهو حاصل قسمة سعر السهم على عائده ، وهذا المعدل مرتفع جدا في الأسواق الناشئة .

4-التطور السريع : حيث حققت العديد من البورصات الناشئة معدلات نمو مرتفعة. و قد سجل هذا التحسن في: إندونيسيا ، تركيا ، البرتغال ، فنزويلا ،اليونان ، الأرجنتين ، ماليزيا. وهذا راجع في غالب الأحيان إلى الدخول المكثف للشركات المخصص إلى هذه البورصات .

5-قلة الكفاءة في التنظيم وضعف المنظومة القانونية : إذ تحتاج الأسواق الناشئة إلى إطارات مسيرة ذات كفاءة من أجل السير الحسن للعمليات المالية ، بالإضافة إلى جهاز معلوماتي شفاف فيما يتعلق بالشركات المسجلة ، كما لابد من وجود قوانين لحماية المدخرين أو مستثمرين، خاصة فيما يتعلق بعمليات تحويل رؤوس الأموال وإعادتها إلى الوطن، أو تحويل الأرباح.

وهناك أيضا العديد من الخصائص التي تميز الأسواق الناشئة وهي (بوكساني، 2006، ص ص. 168- 169) :

1- العائد والخطر : الخطر الذي ينجم عن الاستثمار في أصل مالي، يتوضح عادة عبر الفارق المعياري للعوائد، الذي يلاحظ خلال فترة معينة، واستناداً إلى النظرية المالية الحديثة، فإن العوائد المرتقبة لأصل مالي تزداد ارتفاعا كلما أصبح الخطر أكثر شدة.

أ- الخطر الناجم عن استثمار في أصل مالي؛ نتيجة ضعف الرسملة، وقلة السيولة في الأسواق الناشئة، فإن إعادة توزيع المستثمرين الدوليين لمكونات محفظات سنداتهم قد يثير تغيرات حادة في الأسعار، باتجاهي: الارتفاع والانخفاض على حد سواء، فهذه الأسواق هي أيضا شديدة الحساسية إزاء بعض العوامل الخارجية، كتطورات أسعار المواد الأولية، أو الأزمات البترولية التي تؤثر على مجمل الاقتصاد، كذلك فإن عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي، والشفافية المحدودة للأسواق تشكل عوامل هامة لعدم استقرار الأسعار.

ب- إن تقلب أسعار القيم في البورصة هو أداة قياس كمية تجمع بين كافة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسواق الناشئة، ومنها: الخطر المرتبط بآفاق النمو الاقتصادي، وبنتائج المشروعات، الخطر السياسي، خطر الصرف...الخ أما خطر السيولة، فهو مرتبط بضيق السوق الناشئ، فكل خروج لرؤوس الأموال قد تكون له آثار هامة على تطور مؤشر السوق المحلي. إلى جانب خطر التقلب يوجد خطر آخر، يقتصر حصرا على الأسواق الناشئة، وهو راجع إلى عدم الدقة النسبية في المعلومات، والحماية غير الكافية الموفرة للمستثمرين، وكذلك إلى الشفافية المحدودة في النظام المالي، وأخيرا إلى غياب عنصر السرعة في عمليات التسديد والتسليم، وعنصر الضمانة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأوراق المالية.

ج- العوائد المرتفعة في الأسواق الناشئة: إن الفارق المعياري للعوائد التي تميز الأسواق الناشئة يقابل عادة بزيادة في العوائد، هذه الأخيرة تتوضح عبر معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد، وعبر الآفاق الواعدة فيما يتعلق بأرباح المشروعات. كما أن عوائد الأسواق الناشئة ترتبط بعلاقة تبادلية ضعيفة، أو سلبية أحيانا، مع عوائد الأسواق المتطورة. قد أثبتت الدراسات الميدانية أن احتواء محفظة الأوراق المالية العائدة لمستثمرين دوليين على الأوراق المالية المتداولة في الأسواق الناشئة يقلص من خطر تلك المحفظة، ويرفع من عوائدها. وهذا يعود جزئيا إلى الارتباط الضعيف بين الأسواق الناشئة بحد ذاتها من جهة وبين الأسواق المتطورة من جهة أخرى.

2- سيولة السوق ودرجة تركزه: إن سيولة وتركز السوق الناشئ يتضحان من خلال عوامل عدة أهمها: حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسملة البورصة والحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكثر أهمية (الأكبر حجما) في تلك الرسملة. إن التركز الشديد يعكس درجة خطورة مرتفعة فيما يتعلق بالسيولة، كما أن عدم القدرة النسبية على تبادل كبير من ورقة مالية معينة، دون أن يؤثر ذلك بشكل ملحوظ على الأسعار، هو بالتأكيد أحد العوامل الأساسية التي تحد من قدرة الأسواق الناشئة على اجتذاب المستثمرين.

3-تنظيم السوق : تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق الناشئ من خلال الآتي:
أ- استخدام أحدث التقنيات وبرامج المعلوماتية : أي الاستخدام الواسع للمعلوماتية، ولكن الأسواق الناشئة تتفاوت في استخدامها المعلوماتية حسب درجة تطورها.
ب- إعلام وحماية المستثمرين :أي النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بالشركات، كما ان المهل قصيرة لمقاصة العمليات وتسليم الأوراق المالية، وهذا ما يجتذب المزيد من المستثمرين.
ت- التوفيق بين تحرير السوق، ووضع قواعد لضبطه :أي تحقيق نوع من التوازن بين إلغاء القيود لتنشيط المنافسة، والقيام بالضبط المطلوب للقضاء على التزوير وعدم الاستقرار.
4-الأدوات المالية المتداولة: في هذا الصدد ينبغي التمييز بين الأدوات المالية المستثمرة في السوق المالي مثل الأسهم، والسندات، والمشتقات المالية.

4.2 سوق عمان المالي:

1.4.2 نشأة سوق عمان المالية

إن ظهور سوق غير منظمه في الأردن لتداول الأوراق المالية، وعن طريق مكاتب غير متخصصة، قد دفع إلى التفكير الجاد في إنشاء سوق مالية في العاصمة(عمان) .فقام البنك المركزي خلال العامين 1975-1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) التابعة للبنك الدولي (WB) بتقييم مشروع إنشاء السوق المالية فصدر القانون رقم 31 للعام 1976. والذي بموجبه أنشأت سوق عمان المالية والتي باشرت بنشاطها في 1978/1/1م.وقد جاء في الهدف المحدد في هذا القانون : تنميه المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية، بما يضمن شفافية التعامل، وسلامته، وعدالته، وسهولته وسرعته.
لقد صدرت عدة قوانين وقرارات بشان تأسيس سوق عمان المالية وتطورها، أهمها في الأعوام 1976و 1990و 1997. (معروف، 2009، ص ص.302-303):
وبموجب القانون الأخير في العام 1997 (قانون الأوراق المالية)، تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسيه تتمتع باستقلال مالي وإداري للقيام بتنظيم وتوجيه ورقابه وتوثيق

التبادلات في الأوراق المالية، وفي إطار تم خلاله فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي وعن الدور التوثيقي، بعد أن كانت سوق عمان تمارس هذه الأدوار معا، والمؤسسات الثلاث هي:

أ- هيئة الأوراق المالية.

ب- سوق الأوراق المالية(بورصة عمان).

ج- مركز إيداع الأوراق المالية.

1- هيئه الأوراق المالية:

وهي مؤسسة رقابية ترتبط مباشره برئيس الوزراء، وتعمل على توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل وحماية المتعاملين، وضمان الكفاءة الاستثمارية، والشفافية في المعلومات، مع نشر الوعي الاستثماري، وتشجيع التبادل في السوق المالية.

وترتبط الهيئة بنظام التداول المستخدم في بورصة عمان، حيث يوفر لها هذا الربط المتابعة الفورية لجميع عمليات التداول التي تتم في البورصة بشكل حي ومباشر؛ مما يمكنها من الاطلاع على تفاصيل تلك العمليات. ويتم اعداد التقارير اليومية التي تتضمن أحجام التداول، والتغيرات بأسعار الاسهم، وأكثر الشركات تداولاً، وأكثرها تذبذباً بالنسبة لأسعار اسهمها، بالإضافة الى تفاصيل الصفقات الكبيرة، وأي عملية تداول تكون ناتجة عن استخدام معلومات جوهرية، او للأشخاص المطلعين وتعاملات شركات الوساطة فيما يخص التداولات الخاصة بهم وبعملائهم، وتقوم الهيئة حالياً على تطوير نظام الرقابة المستخدم حالياً؛ حتى تتمكن من الرقابة ورصد عمليات وتفاصيل التداول بشكل لحظي وأولاً بأول.

كما وساهم وضع البرنامج الرقابي Compliance Program على تحقيق الالتزام بالقانون والانظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بموجبه، والرقابة على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة، وفق متطلبات واجراءات محددة، اضافة الى التعليمات التي حددت بموجبها اجراءات التحقيق في المخالفات المرتكبة من خلال تطبيق نهج القانون في ايقاع العقوبات الرادعة بحق المخالفين، وتطبيق نهج الافصاح والشفافية في مجال المخالفات، من حيث الاعلان عن المخالفات واسماء مرتكبيها من خلال النشرات والتقارير الدورية، وعبر موقع الهيئة الالكتروني أو أي وسيلة أخرى تراها مناسبة، كما

وتركز هيئة الاوراق المالية على تجذير الثقافة والمعرفة بالأوراق المالية وطنياً، ونشر المعرفة بالعقوبات والحدود القانونية ترسيخاً لنهج العلاج الوقائي، اضافة على تطوير أهم الوسائل والآليات القائمة لتسهيل تلقي شكاوي المستثمرين والجمهور والتحقيق والبت فيها بالفعالية والسرعة المطلوبة.

تقوم الهيئة بمتابعة التزام الشركات المساهمة العامة بالإفصاح عن نتائج اعمالها الاولية، وتقاريرها السنوية، والبيانات نصف السنوية، لتحقيق امتثال الشركات المصدرة بالمواعيد المحددة بالقانون وتعليمات الافصاح، بالإضافة الى الزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية المتعلقة بأية احداث هامة تهم المستثمرين، وتؤثر على سعر الورقة المالية. ولقد ساهم انفاذ الهيئة لتعليمات الافصاح وزيادة الوعي لدى الشركات بازدياد نسبة التزام الشركات بالإفصاح عن بياناتها وتقاريرها السنوية فيما يتعلق بمتطلبات هذه التعليمات اضافة الى ايقاع العقوبات بحق الشركات التي لم تقم بتزويد الهيئة بالبيانات الدورية ضمن المواعيد المحددة لها وخاصة بعد تطبيق قانون الاوراق المالية رقم 76 للعام 2002 (www.jsc.gov.jo)

2- سوق الأوراق المالية (بورصة عمان):

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح، وتدار من قبل القطاع الخاص، ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين، والوسطاء لحسابهم، وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية، وترسيخ أسس التداول السليم والعادل ، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال. وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية.

تقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة. ولمراقبة عمليات التداول في السوق، والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات. كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم ، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، والاتحاد الدولي للبورصات، والمنظمة الدولية للهيئات الأوراق المالية.

وتهدف بورصة عمان الى :

1- خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة.
2- تطوير عمليات وأساليب التداول الأوراق المالية في البورصة .
3- تطبيق أحدث المعايير العالمية .
4- نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
5- زيادة وعي كافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.
6- الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة.(www.ase.com.jo)

3- مركز إيداع الأوراق المالية:

أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية كمؤسسة ذات نفع عام بموجب قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، الذي صدر ضمن توجه الأردن نحو هيكلة سوق رأس المال، وفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في سوق رأس المال، وأنشئت ثلاث مؤسسات مستقلة هي هيئة الأوراق المالية، وبورصة عمان، ومركز إيداع الأوراق المالية، الذي يخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وإشرافها.

بدأ المركز والذي يتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري بممارسة مهامه في شهر أيار من عام 1999، ويعتبر المركز الجهة الوحيدة المخولة في المملكة المصرح لها بموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 بمزاولة المسؤوليات التالية:

1- تسجيل الأوراق المالية.

2- إيداع الأوراق المالية.

3- حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية.

4- إجراء التقاص والتسوية للأوراق المالية.

وحتى يتمكن المركز من القيام بذلك كان لا بدَّ من إنشاء سجل مركزي للمساهمين الموثقين، ونظام مركزي للتقاص والتسوية، وهذا يتطلب حفظ سجلات المساهمين لجميع الشركات المساهمة العامة إلكترونياً لدى المركز.

ويعد المركز أحد أهم مؤسسات سوق رأس المال الأردني، فهو يحتفظ بسجلات مالكي الأوراق المالية لجميع الشركات المساهمة العامة، ويتولى إجراءات التقاص والتسوية. وقد أنيط بالمركز إلى جانب هيئة الأوراق المالية، وبورصة عمان مهمة تطوير سوق رأس المال الأردني.

وبالإضافة إلى المهام والأعمال المحددة بموجب القانون، يتولى المركز في سبيل تحقيق أهدافه المهام التالية:

1- الإشراف والرقابة على الأنشطة المهنية ذات العلاقة بعمل المركز، والتي يمارسها أعضاؤه.

2- وضع وتطبيق القواعد الخاصة باستخدام مرافق وتسهيلات المركز، والاستفادة من خدماته.

3- إبداء الرأي في التشريعات ذات العلاقة بعمل المركز وفي تعديلاتها واقتراح هذه التشريعات والإجراءات الكفيلة بحماية المستثمرين مالكي الأوراق المالية.

4- إصدار التقارير ونشر المعلومات والإحصاءات عن نشاط المركز.

5- إقامة علاقات تعاون مع مراكز الإيداع والجمعيات والمنظمات العربية والإقليمية والدولية في مجال الأوراق المالية، وإبرام الاتفاقيات معها بما يخدم أهداف المركز.

6- إنشاء وإدارة صندوق ضمان التسوية. (www.sdc.com.jo)

2.4.2 الإطار التشريعي لبورصة عمان (www.lob.gov.jo):

ويوضح قانون الأوراق المالية لسنة 2002 والذي يعمل به من تاريخ نشره في 12/31 في الجريدة الرسمية بما يتعلق بسوق الأوراق المالية من خلال النصوص المتعلقة بالموارد التالية:

المادة65

أ- ينشأ في المملكة سوق مالي يسمى (بورصة عمان) يتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي واداري ، وله بهذه الصفة تملك الاموال: المنقولة، وغير المنقولة، والتصرف بها، والقيام بجميع التصرفات القانونية اللازمة لتحقيق اهدافه، بما في ذلك ابرام العقود، وله حق التقاضي، وان ينيب عنه في الاجراءات القضائية أي محام يوكله لهذه الغاية.

ت- تكون عضوية بورصة عمان من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم واي جهات اخرى يحددها المجلس ، وتتألف الهيئة العامة للبورصة من الاعضاء المسددين لرسوم الانتساب ورسوم الاشتراك السنوية فيها ، ويكون لكل عضو في الهيئة العامة صوت واحد في اجتماعاتها.

ث- يتولى إدارة بورصة عمان مجلس إدارة ومدير تنفيذي متفرغ ، وتحدد بموجب أنظمتها الداخلية وتعليماتها التي تصدر لهذه الغاية الاحكام والاجراءات المتعلقة بهيئتها العامة وكيفية تشكيل مجلس إدارتها، وعقد اجتماعاتهما، واتخاذ القرارات والصلاحيات والمهام المنوطة بكل من الهيئة العامة ومجلس الادارة والمدير التنفيذي والاجراءات المتعلقة بحل البورصة وتصفيتها وسائر الامور الادارية والمالية الاخرى المتعلقة بها.

د- يعين المدير التنفيذي للسوق بقرار من مجلس الادارة ، وبموافقة المجلس ، ويحظر عليه أن يقوم بأي عمل آخر أو أن يكون شريكا أو مساهما في أي مرخص له، أو أن يكون ممثلا له.

هـ- لا يجوز أن يكون رئيس مجلس إدارة بورصة عمان أو نائبه شريكا أو عضو مجلس إدارة أو هيئة مديرين أو موظفاً في البورصة أو أن يكون ممثلا له.

و- يجوز لبورصة عمان ، بموافقة المجلس ، الاقتراض أو القيام بأنشطة ربحية ، على أن لا يؤدي أي منهما إلى التأثير السلبي على أنشطة التداول في البورصة.

ز- تخضع بورصة عمان لرقابة الهيئة وإشرافها والتفتيش عليها ويجوز للهيئة التدقيق على سجلاتها.

ح- يجوز إعادة هيكلة بورصة عمان بقرار من المجلس وبموافقة من مجلس الوزراء شريطة مراعاة أحكام المادة (67) من هذا القانون، ويحدد مجلس الوزراء الجهة التي تؤول إليها موجوداتها والتزاماتها.

المادة68

أ- للسوق المالي أن يقوم بنفسه ، أو عن طريق الهيئة ، بالتدقيق والتحقيق فيما يتعلق بأعضائه والتداول فيه للتحقق فيما إذا تمت مخالفة لأنظمته الداخلية وتعليماته، أو لأحكام هذا القانون أو الأنظمة أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه، على أن يتم إجراء التحقيق وفقا لتعليمات يضعها السوق، وبما يكفل حماية حقوق اعضائه خلال مدة التحقيق.

ب-1- يجب أن تنص الأنظمة الداخلية للسوق وتعليماته على صلاحية موظفي السوق المخولين من المرجع المختص أثناء القيام بالتحقيق والتدقيق، وذلك بالتفتيش على وثائق وقيود وسجلات أعضائه والحصول على نسخ منها سواء كان ذلك بأشعار مسبق أو بدونه شريطة أن يتم التفتيش أثناء ساعات العمل المتعارف عليها.

2- يعتبر شرطا للعضوية في السوق سماح العضو للموظف بالقيام بالأعمال المنصوص عليها في البند (1) من هذه الفقرة.

ج- تعتبر المعلومات التي تطلع عليها إدارة السوق وموظفوه ومستشاروه سرية ، ولا يجوز للسوق الافصاح عنها إلا بعد موافقة المجلس على ذلك.

د- للسوق ، ولأسباب مبررة، أن يطلب من الهيئة، وللمدة التي يراها مناسبة، تعليق التعامل في أوراق مالية متداولة أو وقف أعمال أي من أعضائه.

المادة69

أ- لا يجوز لأي وسيط مالي أو وسيط لحسابه أن يتداول أوراقا مالية لمصدر عام إلا عن طريق سوق مالي ، ما لم تكن الورقة المالية معفاة من هذا الشرط من المجلس.

ب-لا يجوز التداول في السوق إلا بواسطة عقود تداول بين الوسطاء ، مدونة في سجلات السوق وتتم لحسابهم، أو لحساب عملائهم، وفقا للأنظمة الداخلية للسوق وتعليماته الملزمة لجميع الأطراف المعنية بالتداول.

ح- تكون القيود المدونة في سجلات السوق وحساباته ، سواء كانت خطية أو الكترونية ، وأي وثائق صادرة عنه دليلا قانونيا على التداول، وذلك بالتواريخ المبينة في تلك السجلات، أو الحسابات أو الوثائق ما لم يثبت عكس ذلك.

ووفقا للمادة 72 تكون شروط و تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان على النحو التالي:

أ- يشترط لتداول أي ورقة مالية في السوق أن تكون مودعة لدى المركز باستثناء الأوراق المالية التي يقرها المجلس.

ب-على كل شركة مساهمة عامة منشأة في المملكة وكل مصدر عام فيها، أن يتقدم بطلب لإدراج أوراقه المالية المصدرة لتداولها في السوق.

ج- لا يجوز لأي مصدر أردني إدراج أوراقه المالية في سوق مالي او سوق تداول اوراق مالية خارج المملكة دون الحصول على موافقة المجلس المسبقة على ذلك.

د-يحدد السوق ، بموجب الأنظمة الداخلية والتعليمات التي يصدرها ، الشروط والمعايير المختلفة التي يتوجب استيفاؤها لقبول تداول الأوراق المالية أو أدراجها فيه ، ويجوز له أن يميز بين الأوراق المالية المدرجة وتلك المقبولة للتداول ويتوجب تطبيق معيار واحد لقبول تداول الأوراق المالية من الفئة نفسها والنوع ذاته والعائدة للمصدر ذاته.

ه- يجب أن تتضمن أنظمة السوق الداخلية وتعليماته المتعلقة بقبول تداول الأوراق المالية أو ادراجها فيه قيام المصدر بإبرام اتفاقيات مع كل من السوق والمركز، تنظم بموجبها حقوق والتزامات كل من المصدر والسوق والمركز.

5.2 السيولة :

1.5.2 مفهوم السيولة:

هنا يجب التفريق بين السيولة بمفهومها العام، وسيولة السوق المالية. فالسيولة بمفهومها العام تعني: قدرة الأصول على تحويلها إلى نقد بسرعة وبسهولة وبكلفة منخفضة.

يمكن تعريف سيولة الأسواق المالية هي: أن ينفذ المشاركون في السوق، وبشكل فوري حجم كبير من الصفقات بدون تأثير كبير على سعر الورقة المالية، وظلت السيولة تعتبر مسالة مهمة جدا للمشاركين في عمل السوق عندما يقررون القيام بالاستثمار بالأوراق المالية فأنهم يأخذون بنظر الاعتبار السيولة لتزويدهم بالأمان، ويقللون من خطر الخسائر، إذ يرغبون بتنفيذ صفقات ذات قيمة كبيرة، فأي نقص في سيولة السوق عندهم سيفقد مشاركو السوق الثقة في توقعاتهم على الأسعار في المستقبل. (Yeyati and others,2007, p.40)

وهذا يعني أن للسيولة دوراً هاماً في السوق المالية، وكذلك لها دور في جذب المستثمرين. وهناك من يرى أن السيولة العالية هي أحد أسباب تكامل أسواق الأسهم. فالمستثمرون يميلون إلى تحريك رؤوس أموالهم حيثما يتوقعون عائداً كبيراً على استثماراتهم وأن التحرر والتكامل يمكن أن ينظر من خلال الزيادة لتحركات رؤوس الأموال.(Christ and Stahel,2004, p.8)

يلاحظ أن السيولة جذبت اهتمام المبادلين والمشرعين ومسؤولي التداول والأكاديميين، حيث يمكن تعريف السيولة كمفهوم أساسي في علم المالية على أنها: القدرة على بيع وشراء كميات كبيرة من أصل معين بسرعة وبتكلفة قليلة. الأغلبية العظمى من نماذج تسعير الأصول لا تأخذ بالحسبان عملية التبادل. وبذلك تهمل وقت وتكلفة تحويل النقد الى أصول مالية أو العكس. أظهرت الأزمات المالية الحديثة في حال حدوثها أن السيولة تنخفض أو تختفي. وقد يسبب انخفاض السيولة تأثر أسعار الأصول بها، وبناء على ذلك فإن السيولة تؤثر على الأسعار في السوق المالية، كما تتنبأ السيولة بالعوائد المتوقعة للأوراق المالية المتداولة في السوق المالي(Chordia et al., 2005, pp.85-86).

2.5.2 خصائص سيولة السوق المالية:

هناك خصائص عده لسيولة سوق المال وهي:

1- وقت التداول: أي وجود العدد الهام والكبير من مشترين وبائعين للورقة المالية في جميع الأوقات، والقدرة على تنفيذ الصفقة فورا. وإذا لم توجد سيولة حين لا يحدث تداول ، فسيولة السوق تفرض على الأقل أن هناك عرضاً واحداً وطلباً واحداً.

2- الشدة: أي القدرة على شراء وبيع الأسهم في نفس السعر وفي نفس الوقت.

3- القدرة: أي تنفيذ الصفقات المستقبلية بنفس سعر الصفقات السابقة. (Wyss,2004, p.6)

4- استمرارية السعر: تعتبر أحد المكونات الرئيسية للسيولة وتعني: إن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار. والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بشده من صفقة لأخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

5- العمق: أي قابلية السوق على تنفيذ صفقات كبيرة بدون تأثيرات كبيرة على سعر الورقة المالية، فالسوق الأكثر سيولة يصبح الأصغر تأثيرا على الأسعار وكلما زادت السيولة يصبح التأثير أصغر في النهاية. تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) والمشترين (أوامر الشراء) المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب، دخل هؤلاء البائعون والمشترون المحتملون إلى السوق فور التداول، الأمر الذي يؤدي إلى إزالة أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية (السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين: مستثمرين ومضاربين) وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بأسواق ضحلة، لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع، ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعاً، وينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية ، أما في الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق

المالية لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى ، ينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة .(زيود وآخرون،2007، ص ص.177-178).

3.5.2 علاقة سيولة السوق المالية بتطوير أدائها وكفاءتها وفعاليتها:

لقد تعرفنا على مفهوم السيولة وخصائصها، وفي هذا الجزء سوف نربط بين السيولة وعلاقتها بتطوير وزيادة أداء وفعالية وكفاءة السوق كونها تلعب دوراً هاماً ورئيسياً في الأسواق المالية والتي تؤدي إلى تحسنه بزيادة هذه السيولة. ويمكن تحليل ذلك من خلال الآتي:

عندما تتمتع السوق المالية بكفاءة عالية، وفعالية قوية، فمن المتوقع أن يكون حجم التداول فيها واسعا ، وبكلفة منخفضة مع وجود نسبه محدودة من المخاطر ، وذلك بفعل ما تملكه هذه السوق، من أمكانية واسعة لعرض المعلومات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية، وأوضاع الشركات المساهمة، وللفرص للمتعاملين جميعهم مع هذه السوق، إن الأرباح غير الاعتيادية تنعدم فيها، وتبقى الأرباح الاعتيادية بسبب اقتراب آليتها من ألية عمل سوق المنافسة التامة، ومن هنا لا يستطيع القلة من المتعاملين التأثير في قوى السوق المالية، ويعمل ذلك برمته على زيادة حجم التداول في الأدوات المالية التي تصاحبها زيادة في درجة سيولة السوق، وعلى العكس من ذلك في حالة وجود كلفة مرتفعة للتعامل في السوق التي تنطوي على وجود مخاطر كبيرة مع عدم المعرفة التامة بمتغيرات السوق، بسبب قلة المعلومات الخاصة بها أو بالشركات المدرجة فيها، سيعكس ذلك صعوبة تداول الأوراق المالية في السوق، الأمر الذي يعني محدودية حجم التداول، وانخفاض درجة سيولة السوق المالية التي يمكن أن توفرها للاقتصاد، وباختصار إن التحليل السابق يعني وجود علاقة طردية بين درجة فعالية السوق ودرجة السيولة التي تتوافر فيها، والتي من خلالها تتم تهيئة الأموال المعدة للإقراض والمتجهة نحو الاستثمار (العاني،2002، ص ص.25-26).

وفي هذا الصدد، يلعب السوق الكفؤ دورين: أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر. أما بالنسبة للدور المباشر، يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية. وهذا يعني، أن المنشآت التي تتاح لها فرصة استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم، وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال. أما بالنسبة للدور غير مباشر يعد أقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني أمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود مع المؤسسات المالية، وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول بناء على ما تقدم فأن ذلك يؤثر على تطوير كفاءة السوق وزيادة نشاطه (عبد النبي،2009، ص.41).

على العموم أن السوق المالي الجيد والكفؤ، هو السوق الذي تتوفر فيه المعلومات الدقيقة في الوقت المناسب، ويمتاز بالسيولة والتي تقاس بفترة بيع الأوراق المالية أي بيع وشراء هذه الأوراق وتحويلها الى نقد وتعتمد السيولة على: نوع الأصل، عدد المتعاملين، عدد الصفقات وانخفاض كلفة نقل ملكية الورقة المالية أي كلفة تنفيذ الصفقات، ودرجة المنافسة، وحرية انتقال الاموال بين الأسواق أي أسواق الأسهم والسندات والعقارات بسهولة (آل شبيب، 2009، ص.205).

وهناك شروط معينة لا بد من توافرها في السوق المالية لكي تكون على مستوى عالٍ من توقعات المستثمرين. وهذه الشروط هي (عبدالنبي،2009، ص ص.45-46):

1- توافر المعلومات والبيانات: أي أن يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقتها وبدقة تامة.
2- توفير السيولة: وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة (صلاحية الأسهم للعرض في السوق). وبسعر محدد ومعروف، أي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى، إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية.

3- انخفاض تكلفة عقد الصفقات: فكلما كانت التكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمى الكفاءة الداخلية.

4- العمق: أي وجدود عدد كبير من البائعين والمشترين المحتملين والراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.

5- يفضل المشاركون في السوق أن تتعدل الأسعار بسرعة وفقا للمعلومات الجديدة(الخارجية) فيما يتعلق بالعرض والطلب على الأصول.

6- عدم وجود قيود على الدخول والخروج من السوق.

7- أسعار التداول تعكس كافة المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية(كفاءة خارجية).

8- سرعة الاستجابة: ويقصد بها وجود رد فعل رشيد للأسعار كاستجابة لتوافر معلومات جديدة خاصة في ظل توافر النظم الالكترونية للاتصالات وتشغيل البيانات.

صنفت أدبيات الاستثمار والأسواق المالية كفاءة السوق الى ثلاثة أشكال بناء على طبيعة المعلومات وشموليتها حسب الآتي (التميمي،2010، ص ص.47-48):

1- سوق ذات كفاءة ضعيفة : يشير هذا النوع من الأسواق إلى أن الأسعار السابقة للورقة المالية ينظر إليها على أنها معلومات تاريخية، ليس لها قيمة للمستثمر للتنبؤ بالأسعار المستقبلية وبشكل يسمح لعموم المستثمرين من تحقيق عوائد إضافية عند اعتماد استراتيجية الشراء والاحتفاظ البسيطة.

2- سوق ذات كفاءة متوسطة: يكتسب السوق المالي الكفاءة المتوسطة أو شبه القوية عندما تنعكس جميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع، بشكل كامل وسريع بالأسعار السوقية. ويقصد بالمعلومات العامة تلك المتعلقة بالشؤون الدولية والظروف الاقتصادية المحلية، او ظروف الصناعة أو الشركة ذات العلاقة عبر تقاريرها المالية المنشورة.

3- سوق ذات كفاءة قوية: يقضي هذا الشكل من الكفاءة أن الأسعار السوقية للورقة المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة للجميع وبشكل علني، وتلك المعلومات التي تتدفق من قنوات خاصة(البعض يصفها بالسرية).

4.5.2 مؤشرات قياس السيولة في سوق الأوراق المالية:

لأغراض هذه الدراسة تم استخدام أربعة مقاييس للسيولة، والتي تعتبر شائعة الاستخدام في العلوم المالية والمصرفية وهذه المقاييس هي:

1-**رسملة السوق (القيمة السوقية)** : مفهوم هذا المقياس بسيط وهو أحد مؤشرات السيولة التي تقيس سيولة الأسواق المالية بما فيها بورصة عمان، والتي يتم حسابها عن طريق ضرب عدد الأسهم المكتتب بها والمدفوعة لشركة ما في آخر سعر إغلاق لأسهم تلك الشركة. وتستخرج من خلال المعادلة التالية(www.ase.com.jo):

رسملة السوق (القيمة السوقية) = عدد الأسهم المكتتب بها X سعر إغلاق السهم

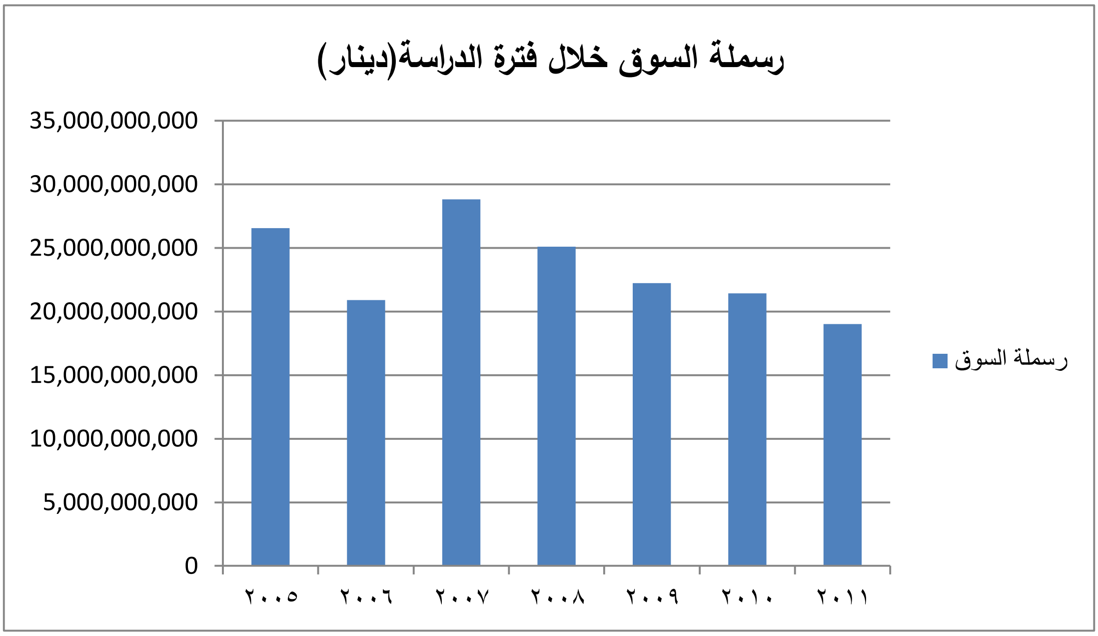
فعلى سبيل المثال: إذا كان سعر الإغلاق لسهم شركة ما 8 دنانير، وكان عدد الاسهم المكتتب بها لتلك الشركة 100,000 سهم فإن القيمة السوقية تكون

100,000 X 8 = 800,000 دينار.

ليس بالضرورة أنه كلما ارتفع سعر السهم كانت الشركة أكبر، الحقيقة أن حجم الشركة يعتمد على سعر الإغلاق مضروبا في عدد الأسهم المكتتب بها، وعليه فإن سهمين يتداولان بعشرة دنانير لشركتين مختلفتين لا يعكسان حجماً واحداً للشركة إلا إذا كان عدد الأسهم المكتتب بها للشركتين هو نفس العدد.

لقد قام الباحث بالإحصائيات التالية مستعينا بالبيانات التي حصل عليها عن طريق سوق عمان المالي (دليل الشركات للفترة ما بين 2005-2011). ويبين الشكل رقم (2) القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان في نهاية عام 2005 بمقدار 26,558,616,137.48 دينار وفي نهاية عام 2006 قدرت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات 20,893,343,740.95 دينار أي تراجع بنسبة 21%، وفي نهاية عام 2007 بلغت القيمة السوقية لأسهم الشركات 28,837,833,607.66 دينار بنسبة زيادة 38%، أما في نهاية عام 2008 بلغت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات 25,103,417,179 دينار أي تراجع بنسبة 13%، أما في نهاية عام 2009 بلغت القيمة السوقية 22,246,459,530 دينار أي بنسبة تراجع 11%، وفي عام 2010 قدرت القيمة السوقية لتلك الشركات 21,440,155,666 دينار بنسبة

تراجع 4%، أما في نهاية عام 2011 بلغت القيمة السوقية 19,022,993,570 دينار بنسبة تراجع 11%.



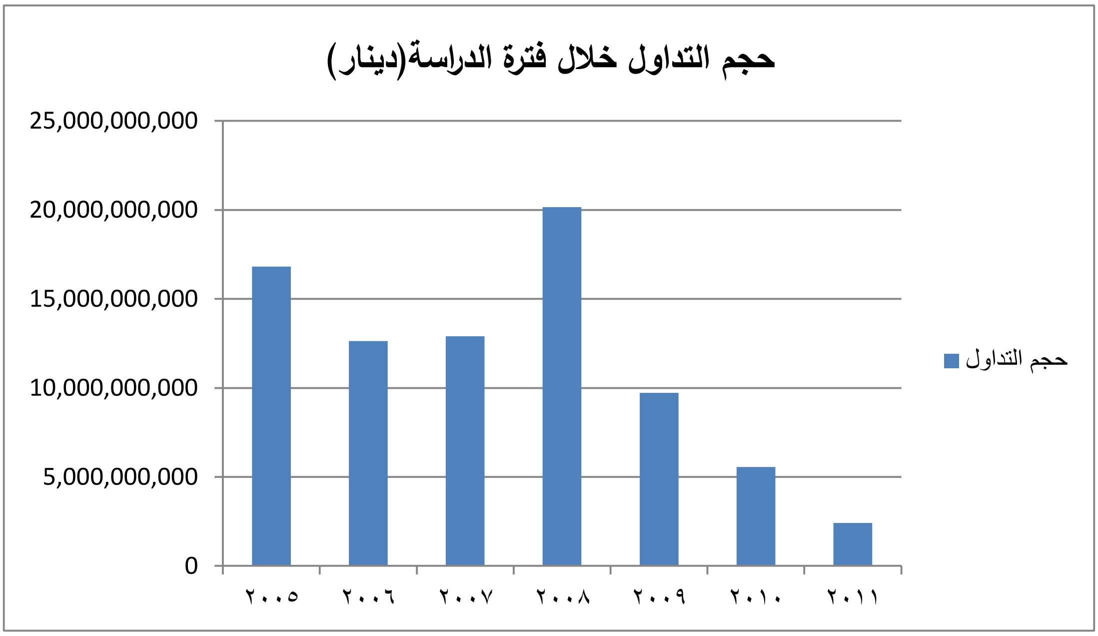
الشكل(2)

من إعداد الباحث بالرجوع الى بيانات سوق عمان المالي

2- **حجم التداول:** ويمكن قياس درجة سيولة السوق المالية أيضا من خلال حجم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق. والتي تمثل عدد الأسهم المتداولة في وقت محدد ويمكن حسابها بشكل يومي، أسبوعي، سنوي ويعد هذا المؤشر ملائماً للتحليل . (Benic and Franic, 2008, p.481) هنالك علاقة بين حجم التداول والمعلومات الموجودة في السوق، وكذلك المعلومات الخاصة بالمستثمر يمكن إظهارها من خلال حجم التداول. أيضا يساعد حجم التداول بالتنبؤ للعوائد قصيرة الأجل للأسهم، ووجد أن حجم التداول يعتمد على اتجاه تغير الأسعار، فعندما يزيد الحجم يرتبط إيجابيا بذلك مع تغير الأسعار(Brajesh et al., 2009, p.3).

قام الباحث بالأحصائيات التالية كما يبينه الشكل رقم (3) مستعينا بالبيانات التي حصل عليها عن طريق سوق عمان المالي (دليل الشركات للفترة ما بين 2005-2011). لقد بلغت قيمة التداول لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان في عام 2005 بقيمة 16,810,449,929.33 دينار وخلال عام 2006 تراجعت قيمة التداول لكي تصل الى 12,633,565,549.17 دينار أي بنسبة تراجع 25%، وفي

عام 2007 ارتفعت قيمة التداول حيث بلغت 12,893,886,614.12 دينار بنسبة زيادة 2%، أما في عام 2008 واصلت قيمة التداول في الارتفاع حيث بلغت 19,845,847,539 دينار بنسبة 54% أما في عام 2009 أخذت قيمة التداول بالتراجع حيث قدرت بمبلغ 9,726,422,238 دينار بنسبة تراجع 51%، وكذلك خلال عام 2010 واصلت قيمة التداول بالتراجع حيث قدرت بمبلغ 5,549,884,677 دينار بنسبة تراجع 43%، وفي عام 2011 أيضا واصلت قيمة التداول بالانخفاض حيث بلغت 2,407,194,465 دينار وبنسبة تراجع 57%. هناك مجموعة من العوامل التي تتدخل في تراجع حجم التداول، أهمها يتمثل في أن تكون أسهم بعض هذه الشركات محتكرة من قبل مجموعات، وبالتالي يكون الحر منها في السوق قليلا جداً، ولذلك يتعذر تداول أسهمها بكميات كبيرة.



الشكل(3)

من إعداد الباحث بالرجوع الى بيانات سوق عمان المالي

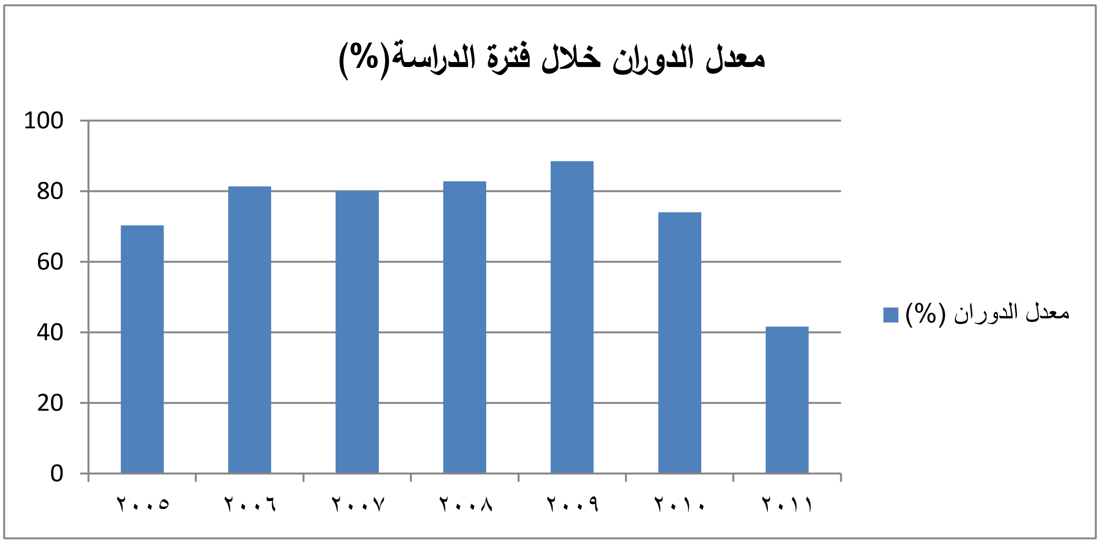
3-**معدل الدوران(TRN)** : هذا المؤشر يمثل نسبة حجم التداول(TV) إلى القيمة السوقية(MV) حيث تمثل هذه النسبة معدل الدوران من المؤشرات التي تقيس سيولة السوق المالية، وهي عبارة عن نسبة القيمة الإجمالية للأوراق المالية خلال المدة ذاتها، وتشير هذه النسبة إلى سيولة السوق من دون مراعاة مستوى الناتج المحلي الإجمالي.

أي أن معدل الدوران = $\frac{\text{حجم التداول}}{\text{القيمة السوقية}}$ ويعد هذا المؤشر أكثر مقياس ملائمة لقياس سيولة السوق وهو أفضل من المقياسين السالفي الذكر؛ لأنه يقيس نسبة سيولة السوق نفسه(العاني،2002، ص.75). ولأجل توضيح درجة نشاط السوق، فإن معدل الدوران مكمل لمقياس رسملة السوق، لأن السوق قد تكون صغيرة من حيث رسملتها ولكن معدل الدوران فيها مرتفع فتتميز بالنشاط، وقد يكون للسوق أعلى أحجام للرسملة وأعلى معدلات التداول، ولكن معدل الدوران فيها ضعيفا (بلمهيوب، 2006، ص. 14).

أما بالنسبة لبورصة عمان يتم حساب معدل دوران السهم من خلال المعادلة التالية:

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة} \times 100}{\text{عدد الأسهم المكتتب بها}}$$

لقد قام الباحث بالإحصائيات التالية كما يبينه الشكل رقم (4) مستعيناً بالبيانات التي حصل عليها عن طريق سوق عمان المالي (دليل الشركات للفترة ما بين 2005-2011). فقد بلغت نسبة معدل الدوران في أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال عام 2005 بمقدار 70%، وخلال عام 2006 زادت لتصل الى 81% بنسبة تغير 16%، وفي عام 2007 تراجعت نسبة معدل الدوران إلى 80% بنسبة تغير 1%، أما في عام 2008 ارتفعت نسبة معدل الدوران لتصل إلى 83% بنسبة تغير 3%، وكذلك في عام 2009 واصلت نسبة معدل الدوران في الارتفاع لتصل إلى 89% بنسبة تغير 7%، أما في عام 2010 انخفضت نسبة معدل الدوران إلى 74% بنسبة تغير 16%، واستمرت نسبة معدل الدوران في عام 2011 بالانخفاض لتصل إلى 42% بنسبة تغير 44%. وقد يعود ذلك إلى انخفاض نسبة التداول الحر لأسهم هذه الشركات، أو قد ترجع إلى ارتفاع في القيمة التي يتم بها تداول السهم بالسوق، بما يفوق قدرة غالبية المستثمرين بالسوق، وفي هذه الحالة يمكن لهذه الشركات التغلب على هذه المشكلة عن طريق إجراء تجزئة للقيمة الاسمية لسهم الشركة.



الشكل(4)

من إعداد الباحث بالرجوع الى بيانات سوق عمان المالي

4-نسبة القيمة السوقية / الدفترية:

عند الحديث عن السعر العادل لأي سهم فإن نسبة السعر السوقي إلى الأرباح P/E ونسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية P/B تعتبر الأكثر اعتمادا من قبل جميع المحللين في البورصات العالمية والمحلية، خاصة عند اتخاذ قرار استثماري قصير ومتوسط الأجل . ويحتسب مضاعف الأرباح P/E بتقسيم السعر السوقي للسهم على عائد السهم من الأرباح. وتظهر هذه النسبة بالموجب أو السالب أو صفر حسب ما حققته الشركة من أرباح. أما نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (P/B) فيتم احتسابها بتقسيم السعر السوقي للسهم على القيمة الدفترية للسهم، وتحتسب القيمة الدفترية للسهم بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة، ويجب الإشارة هنا إلى أن هذه النسبة يجب أن تقارن مع الشركات في نفس القطاع آخذين بعين الاعتبار الطريقة المحاسبية لكل شركة حيث أن بعض الشركات لا تظهر جميع الموجودات حسب قيمتها الفعلية في الميزانية، ولذلك فقد تصبح هذه النسبة مضللة ألا انه من الضروري استخدام (P/B)عند اتخاذ قرار الاستثمار؛ لأنها تمثل القيمة السوقية للسهم مقارنة مع القيمة الفعلية لمنشأة بتاريخ معين. ويمكن متابعة السعر السوقي إلى أرباح السهم الواحد بشكل يومي أو لفترات زمنية معينه، وإن التغير الحاد في هذه النسبة ارتفاعاً أو انخفاضاً يدل على أن أرباح الشركة تتقلب من فترة لأخرى، وان هناك

تغيراً كبيراً وحاداً على أسعار الأسهم مما يدل على أن السهم يحمل مخاطر عالية، وتقيس هذه النسبة السعر الذي يكون المستثمر في السوق المالي مستعداً لدفعه مقابل حق الملكية في الشركة ، فإذا كانت قيمة النسبة أكبر من الواحد فإن هذا يعني أن الشركة مقيَّمة في السوق من قبل المستثمرين بشكل يفوق قيمتها الدفترية، الأمر الذي انعكس بارتفاع سعر سهمها في السوق (www.npsc.com.jo). وكلما زادت نسبة (P/B) كلما يظهر السوق أن الشركة في حالة ازدهار، ومقدرة على النمو مستقبلاً (Branch, 2005, p.4)

ويتم حساب نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية في بورصة عمان كما في المعادلة التالية:

$$\text{نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

ويقصد هنا بالقيمة الدفترية: رأس المال المدفوع والاحتياطي الإجباري، والاحتياطي الاختياري وعلاوة الإصدار، وأي احتياطيات أخرى، مضافاً إليها الأرباح المدورة والأرباح القابلة للتوزيع والتغير في القيمة العادلة (إذا كان موجباً) أو مطروحاً منها الخسائر المتراكمة، وخصم الإصدار وأسهم الخزينة، والتغير في القيمة العادلة (إذا كان سالباً).

6.2 الدراسات السابقة:

دراسة قام بها (Zeynali&Nahandi, Maleki ,2012) عن تأثير سيولة الأسهم على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق طهران المالي. بينت هذه الدراسة أن سرعة سيولة الأصل عامل مهم في عملية اتخاذ القرار في السوق الرأسمالي. المستثمرون يأخذون بعين الاعتبار كمية السيولة في اختيار الاستثمار بالإضافة للخطر والعائد. إن أثر سرعة السيولة الموجودة في الأوراق المالية على متغيرات السوق الرأسمالي هو موضوع للعديد من الباحثين الماليين. هدف هذا البحث هو اكتشاف أثر سيولة السهم على عائد أسهم الشركات المدرجة في سوق طهران المالي. في هذا البحث تم اعتبار الـ Bid-Ask Spread ومعدل الدوران كمعيار لسيولة

وحجم المنشأة، ونسبة القيمة الدفترية إلى السوقية والرفع المالي أخذها كمتغيرات تحكم 89 شركة كعينة من مجتمع الدراسة، تم اختبارها خلال المدة الممتدة من 2005-2009. تم فحص فرضيات الدراسة باستخدام طريقة الانحدار المتعدد. أظهرت نتائج البحث بأن هنالك علاقة إيجابية بين ال Bid-Ask Spread ومعدل دوران السهم كونها معياراً للسيولة مع عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق طهران المالي.

دراسة قام بها (Fu, Kang& Shao,2012) عن تقلبات السيولة والعوائد المقطعية للأسهم. وملخص هذه الدراسة يشير إلى أن سيولة السهم تختلف مع مرور الوقت. والانخفاض الواضح في السيولة غالبا ما يتبعه رد فعل كبير وبالعكس. التقلب في السيولة من شهر إلى شهر يتنبأ بعوائد الأسهم المقطعية في الشهر الذي يليه. الانخفاض في السيولة يتنبأ بعوائد منخفضة، والارتفاع بالسيولة يتنبأ بعائد مرتفع. تكونت عينة الدراسة من الاسهم المدرجة في سوق NYSE و AMEX للفترة الممتدة ما بين 1963-2010 تم استخدام السلاسل الزمنية والانحدار المقطعي لـ Fama&Macbeth لفحص العلاقة بين التغير في السيولة وعوائد الأسهم. محددات العوائد المقطعية الأخرى لم توضح في نتائج هذه الدراسة ومن ضمنها مستوى السيولة. خلصت هذه الدراسة إلى أن تقلبات السيولة هي عامل مهم في تسعير الأصول.

دراسة قامت بها (جرادات، 2012) بعنوان أثر التضخم وسعر الفائدة وحوالات العاملين والسيولة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي للفترة الممتدة من 1980-2011 . فقد حاولت الدراسة تسليط الضوء لاختبار أثر كل من التضخم وسعر الفائدة وحوالات العاملين وسيولة السهم على عوائد الأسهم في السوق المالي خلال الفترة (1980-2011) ولتحقيق هذا الغرض قامت الدراسة باختبار الفرضيات من خلال استخدام الانحدار الذاتي غير المقيد لاختبار كل من تحليل مكونات التباين، واختبار دالة الاستجابة لردة الفعل، واختبار استقرارية البيانات والتكامل المشترك بأسلوب جوهانسين، وتطبيق اختبار جرانجر للسببية لتحليل العلاقة السببية بين المتغيرات. وكشفت النتائج عن وجود علاقة سببية تبادلية بين جميع المتغيرات، فقد وجدت علاقة ايجابية بين عوائد الأسهم وكل من التضخم وحوالات العاملين وسيولة السهم، أما بين أسعار الفائدة وعوائد الأسهم فقد كانت هناك علاقة سلبية.

دراسة قام بها(Saleh,Talebnia&Ghorbani,2011) لفحص العلاقة بين السيولة وعوائد السهم للشركات المدرجة في سوق طهران المالي. وخلصت هذه الدراسة إلى أن السيولة هي القدرة على تحويل الأسهم إلى نقد في أي وقت إلى السوق ، وهي من الوظائف الرئيسية للأسواق المالية. وقد هدفت هذه الدراسة الى معرفة العلاقة ما بين السيولة وعوائد الاسهم، باعتبارهما عاملين أساسيين في عملية أتخاذ القرار للمستثمرين، حيث تساعدهم في تقييم السوق وكذلك مساعدة مديري السوق على توسيعه. مع أن هناك العديد من الدراسات حول العلاقة بين عوائد الأسهم والسيولة والتي أظهرت علاقة سلبية بين العائد والسيولة. في هذه الدراسة فحصت العلاقة بين عوائد السهم وسيولتها في الشركات المدرجة في سوق طهران المالي. لهذه الدراسة، بيانات شهرية، بين الأعوام 2002-2009 تم استخدامها. كان نوع الدراسة شبه تجريبي حيث استخدمت المعلومات التاريخية لفحص العلاقة بين معدل العائد والسيولة. وتم استخدام اختبار Durbin-Watson على البيانات لمعرفة أذا كانت مرتبطة مع بعضها البعض. ولفحص الفرضيات تم استخدام الانحدار البسيط على عينة الدراسة. وقد دلت نتائج هذه الدراسة على أن هنالك ارتباطاً سلبياً بين عوائد السهم وسيولته. ومخرجات هذه الدراسة تدعم الافتراض المسبق عن العلاقة السلبية بين عوائد السهم وسيولته.

دراسة قامت بها (الخطيب، 2009) بعنوان أثر السيولة على عائد السوق في بورصة عمان- القطاع المصرفي(2000-2007). تجتذب العلاقة ما بين عائد السهم والسيولة قدرا كبيرا من النقاش بين الباحثين.عائد السهم والسيولة مؤشرات تدل على عملية التداول في سوق الأوراق المالية. تبرز هنا أهمية الدراسة، حيث هدفت الدراسة لاختبار أثر السيولة على عائد السهم في بورصة عمان تحديدا قطاع البنوك المدرج خلال الفترة 2000-2007،وقد تم صياغة الفرضيات المناسبة من أجل تحقيق الهدف الرئيسي لهذه الدراسة. ولتحقيق هذه الغاية قامت الدراسة باختبار الفرضيات من خلال استخدام نموذج تجريبي.وكشفت النتائج أن ثمة علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين عائد السهم المدرج لقطاع البنوك والسيولة. بالإضافة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية للسهم وعائده. ومن أهم

التوصيات التي تم التوصل إليها في الدراسة: هو استخدام مقاييس أخرى للسيولة من أجل دراسة أثرها على عائد السهم.التنبؤ بعائد السهم من خلال النسب المالية بما في ذلك نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية يعزز من خلال التأكد على القوة التفسيرية لهذه النسب، لذلك توصي الدراسة باستخدام مجموعة أخرى من النسب المالية.

أطروحة قام بها(Dalgaard,2009) بعنوان عوائد الأسهم والسيولة: دليل من الدنمارك. حيث كانت هذه الأطروحة دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الدنماركية للفترة ما بين 1987-2008 وتم تطبيق مقياسين للسيولة هما Bid-Ask Spread ومعدل الدوران. هدفت هذه الاطروحة لفحص كيفية تسعير السيولة في سوق الأسهم الدنماركي، لتحديد العلاقة بين عوائد الاسهم والسيولة، استخدمت الدراسة تحليل الانحدار الخطي المتعدد لـ Fama&Macbeth,1973 حيث طوروا منهجية انحدار مقطعية لفحص الافتراضات حول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث أن البيتا تفسر التقلبات في عوائد الأسهم المتوقعة. لذلك تم تقدير الانحدارات لعائد السهم على البيتا الخاصة به على طول الفترة. تم استخدام Bid-Ask Spread ومعدل الدوران كمقياسين للسيولة، تم حساب Bid-Ask Spread بالفرق المطلق بين أسعار الـ Bid والـAsk مقسوما على معدل كل منهما، وتم حساب معدل الدوران بانه معدل الثلاثة شهور لحجم التداول مقسوما على عدد الأسهم المطروحة لذلك الشهر. لم تظهر النتائج بأن معدل الدوران والـ Bid-Ask Spread للمحافظ الموجودة أي دليل ملحوظ عن العلاقة بين السيولة وعوائد الأسهم، وكان هنالك دليل غير واضح عن تسعير خطر السيولة في سوق الأوراق الدنماركي. دراسة حالة السوق الدنماركي قدمت دليلاً على أن السيولة يجب أن يكون لها تأثير على سوق الأوراق.

دراسة قامت بها (يوسف، 2008) بعنوان تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي. هدفت الدراسة الحالية إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على عائد الأسهم والمسببة لهذا التذبذب الحاد .وبيان أي العوامل أكثر تأثيراً من غيرها على عوائد الأسهم العوامل الداخلية أم الخارجية. تكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 2000-2006. أما عينة الدراسة فهي طبقية عشوائية وتشكل (30%) من المجتمع الأصلي، حيث بلغ عدد

شركاتها (60) شركة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي. ومن نتائج هذه الدراسة وجود علاقة إحصائية موجبة بين كل من: التضخم، وأسعار الفائدة، وعدد العاملين، وحجم رأسمال الشركات مع عوائد الأسهم. وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من عجز أو فائض ميزان المدفوعات، وعجز الموازنة العامة، وعجز حجم الناتج المحلي الإجمالي مع عوائد الأسهم.

دراسة قام بها (Bekaert, Harvey& Lundbald, 2007) بعنوان السيولة والعوائد المتوقعة: دروس من الأسواق الناشئة. تعرضت هذه الدراسة لبيان أثر التقلبات المؤقتة والمقطعية للأسواق المالية الناشئة، وتزودنا ببيئة مثالية لفحص أثر السيولة على العوائد المتوقعة. المقياس الرئيسي التي استخدمته هذه الدراسة بأن أخذت متوسط شهر كامل لعوائد المؤسسة اليومية للفترة ما بين(1962- 2003). وجدت هذه الدراسة بأنها تتنبأ بشكل واضح بالعوائد المستقبلية، في حين لم تتنبأ مقاييس بديلة مثل معدل الدوران بالعوائد المستقبلية باستخدام التباين الثنائي. التقلبات غير المتوقعة بالسيولة ترتبط ايجابيا مع تقلبات العوائد وترتبط سلبيا مع الأرباح الموزعة، وأخذت هذه الدراسة بعين الاعتبار نموذجاً بسيطاً لتسعير الأصول بأخذها السيولة ومحفظة السوق كعوامل للمخاطرة. من نتائج هذه الدراسة وجود ارتباط ايجابي للـ Bid-Ask Spread وارتباط سلبي لمعدل الدوران مع عوائد المتوقعة للسهم. اقترحت نتائج هذه الدراسة أن سيولة الأسواق المحلية محرك مهم لعوائد المتوقعة في الأسواق الناشئة.

دراسة (عبده، 2001) بعنوان العلاقة بين نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية للسهم ونسبة نصيب السهم من الأرباح وعائد السهم .هدفت الدراسة إلى اختبار طبيعة العلاقة بين كل من نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية للسهم(BE/ME) ونسبة نصيب السهم من الأرباح إلى القيمة السوقية للسهم(E/P) وعائد السهم السوقي (MRR) واشتملت الدراسة عينة مكونة من ٣٥ شركة مساهمة عامة أردنية مدرجة في بورصة عمان ضمن قطاعي الصناعة والخدمات، خلال الفترة الممتدة ما بين عام 1990 وعام 1991 ، وقد تم فحص العلاقة باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد. وتشير النتائج إلى وجود علاقة طردية مهمة وذات دلالة إحصائية بين نسبة نصيب السهم من الأرباح المحققة وعائد السهم السوقي، وإن العلاقة بين نسبة القيمة

الدفترية للقيمة السوقية للسهم وعائد السهم السوقي ليست مهمة وذات دلالة إحصائية، وتشير النتائج أيضا إلى أن القدرة على تفسير التباين في عائد السهم السوقي لا تختلف كثيرًا عند استخدام نسبة نصيب السهم من الأرباح المحققة ونسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية للسهم معا، عن استخدام نسبة نصيب السهم من الأرباح على حده.

دراسة قام بها(النوباني، 1999) بعنوان العلاقة بين سيولة السهم وكل من التوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية. سعت هذه الدراسة إلى معرفة ما إذا كان هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سيولة السهم(مقاسة بمعدل دوران السهم وبعدد الصفقات، وبمقياس تم تطويره في هذه الدراسة) وبين كل من المخاطرة النظامية مقاسة بمعامل بيتا وشكل التوزيع الاحتمالي لعوائد الأسهم. تم الاعتماد على بيانات 40 شركة مدرجة في سوق عمان، المالية ولفترة طولها 76 شهرا امتدت من كانون ثاني عام 1992 وحتى نيسان عام 1999. تم استخدام بعض الأساليب الإحصائية مثل الانحدار الخطي البسيط، ومعامل الارتباط البسيط، ومعامل ارتباط سبيرمان. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة مهمة إحصائيا بين السيولة مقاسة بعدد العقود وبين المخاطرة النظامية، كما أظهرت نتائج الارتباط وجود ارتباط معنوي موجب مهم إحصائيا بين المتغيرين السابقين، كذلك أظهرت النتائج وجود علاقة مهمة إحصائيا بين السيولة مقاسة بمعدل الدوران، وبين شكل التوزيع الاحتمالي للعوائد، كذلك أظهرت نتائج الارتباط (بيرسون وسبيرمان) وجود ارتباط معنوي سالب بين المتغيرين السابقين. وقد خلصت الدراسة إلى عدة توصيات تتعلق بأهمية نظام التداول وأثره على السيولة والمخاطرة.

1.6.2 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

يلاحظ من خلال عرض الدراسات والأبحاث السابقة، وكذلك أغلب المراجع والمصادر التي استطاع الباحث الحصول عليها حول هذا الموضوع، أن معظمها متقارب في الإطار النظري والفكرة العامة. ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هو تحديد أهم مؤشرات السيولة، وبشكل أكثر عمقا وشمولا؛ لأخذها معظم مؤشرات

السيولة المتعارف عليها في أدبيات العلوم المالية والمصرفية، والتي يوفرها السوق المالي. وأهتم الباحث بأن تكون بيانات الدراسة لفترة حديثة. على نقيض من الدراسات السابقة سالفة الذكر والتي استخدمت مؤشراً واحداً أو اثنين لقياس السيولة.

كما قامت هذه الدراسة بأخذ عينة تشمل جميع القطاعات وبشكل تناسبي مراعية عدد الشركات في كل قطاع، وحسب التوزيع القطاعي الجديد في بورصة عمان ، وبذلك تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة التي اكتفت بقطاع واحد أو أخذ عينة بسيطة غير مراعية التوزيع القطاعي الجديد لبورصة عمان. وتم استخدام هذه المؤشرات لتشخيص وبيان أهمية العلاقة بين كل من هذه المؤشرات والتي شملت أربعة متغيرات وهي(معدل الدوران، حجم التداول، رسملة السوق، نسبة القيمة السوقية/الدفترية) وتناولت هذه الدراسة بيان أثر هذه المتغيرات على عوائد الأسهم خلال الفترة الممتدة ما بين (2005-2011).

الفصل الثالث

المنهجية والتصميم

1.3 منهجية الدراسة:

تقوم هذه الدراسة على استخدام المنهج الوصفي التحليلي لاستعراض أهم الأدبيات ذات العلاقة، وكذلك الرجوع إلى الدراسات السابقة مع إجراء بعض التحليل والمقارنات كلما أمكن ذلك؛ لتغطية الجانب النظري من الدراسة. واستخدام منهج البحثي والذي تحاول الدراسة من خلاله الإجابة عن تساؤلاتها، واستخلاص نتائجها.

تناول الباحث في هذا الفصل منهجية الدراسة حيث يشمل هذا الفصل على : مصادر الحصول على البيانات، مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة، والأساليب الإحصائية.

2.3 مصادر الحصول على البيانات:

لغرض الوصول إلى أهداف الدراسة واختبار فرضياتها تم الحصول على بيانات الدراسة من المصادر التالية:

المصادر الأولية المتعلقة بمتغيرات الدراسة وهي : عوائد الأسهم، معدل الدوران، حجم التداول، رسملة السوق، نسبة القيمة السوقية/الدفترية.

المصادر الثانوية: التي تتمثل في الكتب العربية والأجنبية بالإضافة إلى النشرات والدوريات والدراسات السابقة المتعلقة بهذا الموضوع، وأهم المواقع الإلكترونية الرسمية.

3.3 مجتمع وعينة الدراسة:

تتكون بورصة عمان من 247 شركة في عام 2011(www.ase.com.jo) تندرج في ثلاثة قطاعات رئيسية (القطاع المالي، القطاع الصناعي، وقطاع الخدمات) حيث يندرج تحت كل من هذه القطاعات الثلاثة قطاعات فرعية حسب التوزيع القطاعي الجديد لبورصة عمان حيث يتكون القطاع المالي من(البنوك، التأمين، العقارات، والخدمات المالية المتنوعة) ويتكون القطاع الصناعي من (الأدوية

والصناعات الطبية، الصناعات الكيماوية، صناعات الورق والكرتون، الأغذية والمشروبات، الطباعة والتغليف، التبغ والسجائر، الصناعات الاستخراجية، الصناعات الهندسية والإنشائية، الصناعات الكهربائية، الملابس والجلود والنسيج، الصناعات الزجاجية والزخرفية)، كما ويتكون أيضا قطاع الخدمات من (الخدمات الصحية، الخدمات التعليمية، الفنادق والسياحة، النقل، التكنولوجيا والاتصالات، الإعلام، الطاقة والمنافع، الخدمات التجارية). أما بالنسبة لعينة الدراسة تكونت من 60 شركة مدرجة في بورصة عمان والتي ينطبق عليها شروط الإدراج حيث اخذ الباحث العينة بشكل تناسبي من جميع القطاعات، وبمختلف انواعها وكانت طريقة المعاينة عشوائية عنقودية دون أي تحيز مراعيا الشروط التي تفرضها طبيعة الدراسة، والتي تنطبق على نوعية البيانات التي يظهرها السوق حسب دليل الشركات الذي تم الحصول علية من بورصة عمان. أما بالنسبة لفترة الدراسة فكانت للفترة الممتدة ما بين (2005-2011) حيث اهتم الباحث بأخذ هذه الفترة حتى تكون البيانات حديثة وحسب التوزيع القطاعي الجديد لبورصة عمان، وكذلك من أجل أهم الأحداث التي حصلت خلال هذه الفترة مثل تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي كان لها أثر واضح على الأسواق المالية، ولم يستطع الباحث الحصول على البيانات للفترتين (2012 ، 2013) بسبب عدم جاهزية البيانات لهاتين الفترتين من قبل بورصة عمان خلال فترة قيام الباحث بالتحليل الإحصائي.

4.3 الأساليب الإحصائية :

للإجابة عن اسئلة الدراسة واختبار صحة فرضياتها تم استخدام اساليب الاحصاء الوصفي والتحليلي وذلك باستخدام الرزمة الاحصائية (SPSS.16.1) لوصف البيانات، وبرنامج (Eviews) لتحليل البيانات كونها (Panel data) وفيما يلي عرض للأساليب والمقاييس الاحصائية التي تم تحليلها:

1- تم حساب المتوسطات والانحرافات المعيارية لمتغيرات الدراسة.
2- تم حساب معامل ارتباط بيرسون بين كل من متغيرات السيولة (حجم التداول، معدل الدوران، رسملة السوق، نسبة القيمة السوقية/الدفترية) من ناحية ومتغير

عوائد الأسهم من ناحية أخرى، وذلك لبيان نوع وقوة العلاقات ما بين متغيرات الدراسة.

3- تم استخدام نموذج الانحدار الثابت للإجابة عن فرضيات الدراسة ونظراً لطبيعة البيانات كونها (Panel data).

4- تم استخدام اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذجي التأثير الثابت والعشوائي.

5- أما بالنسبة للنموذج الرياضي فكان على النحو التالي:

SR = C(1) + C(2)*V + C(3)*S + C(4)*ST + C(5)*MV + [CX=R]

SR: عائد السهم

V: حجم التداول

St: معدل الدوران

Mv: نسبة القيمة السوقية /الدفترية

S: رسملة السوق

الفصل الرابع

عرض النتائج ومناقشتها والتوصيات

يتناول هذا الفصل عرضا للنتائج التي توصلت إليها الدراسة من المعالجات الإحصائية وتحليل بياناتها ومناقشتها والتوصيات.

1.4 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

في هذا الصدد يتناول الباحث عرض نتائج التحليل الاحصائي الوصفي للبيانات، والتي تمثل قيمة المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية، وكذلك بيان الحد الأعلى والأدنى لكل متغير من متغيرات الدراسة، وكذلك معامل الالتواء (Skewness)، وبيان عدد العينة المختارة لكل متغير على حدى، والجدول (2) يوضح ذلك.

جدول(2)

نتائج التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة بعد تحويل المتغيرات الى اللوغاريتم الطبيعي.

المتغير	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأعلى	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الالتواء (Skewness)
حجم التداول	420	2.65	9.53	6.88	1.16	−0.63
معدل الدوران	420	5.15	10.05	7.55	0.79	0.78
رسملة السوق	396	0.00	2.94	1.39	0.79	−0.08
نسبة القيمة السوقية/الدفترية	400	0.00	1.04	0.21	0.24	0.70
عائد السهم	417	0.00	0.85	0.05	0.13	2.80

يلاحظ من الجدول (2) والذي يظهر نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة والمتمثلة في (حجم التداول، ومعدل الدوران، ورسملة السوق، ونسبة القيمة السوقية/الدفترية، وعائد السهم) بعد تحويل المتغيرات الى اللوغاريتم الطبيعي، حيث بلغت المتوسطات الحسابية لكل من حجم التداول، ومعدل الدوران، ورسملة السوق، ونسبة القيمة السوقية/الدفترية، وعائد السهم(9.53، 10.05، 2.94، 1.04، 0.85)

بالترتيب، كما تبين من أن معامل الالتواء لمتغيرات (حجم التداول، ومعدل الدوران، ورسملة السوق، ونسبة القيمة السوقية/الدفترية، وعائد السهم)، (0.63−، 0.78، 0.08−، 0.70، 2.80) بالترتيب، وهذا يشير الى توزيع متغيرات حجم التداول، ومعدل الدوران، ورسملة السوق، ونسبة القيمة السوقية/الدفترية كانت تقريبا تتبع التوزيع الطبيعي، أما بالنسبة لمتغير عائد السهم والذي كان معامل الالتواء له (2.80) وهو يشير الى أنه لا يتبع التوزيع بشكل طبيعي. أما بالنسبة لعدم دخول العينة(المشاهدات) كاملة لبعض المتغيرات كان بسبب وجود قيم سلبية في توزيعها مما حال دون تحويلها الى اللوغاريتم الطبيعي.

2.4 العلاقة بين المتغيرات:

يظهر الجدول رقم(3) معامل ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة.

جدول رقم (3)

معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة.

	عوائد الأسهم	حجم التداول	معدل الدوران	رسملة السوق	نسبة القيمة السوقية/الدفترية
عوائد الأسهم	1				
حجم التداول	.300**	1			
معدل الدوران	-.055	.633**	1		
رسملة السوق	.430**	.242**	-.080	1	
نسبة القيمة السوقية/الدفترية	.444**	.542**	-.257**	.459**	1

*** ذات دلالة إحصائية على مستوى(a≤0.05)**

**** ذات دلالة إحصائية على مستوى(a≤0.01)**

يتبين من الجدول(3) بأن جميع معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة كانت دالة إحصائياً باستثناء الارتباط بين (معدل الدوران، وعوائد الاسهم) حيث بلغ معامل الارتباط (0.055−)، كما أن معامل الارتباط بين (معدل الدوران، ورسملة السوق) لم يبلغ مستوى الدلالة والذي بلغ (0.08−)، اما بقية المتغيرات فقد بلغت مستوى الدلالة الاحصائية حيث كان الارتباط بين عوائد الاسهم وكل من (حجم التداول، رسملة

السوق، ونسبة القيمة السوقية/الدفترية) حيث بلغت القيم (0.300 ، 0.43 ، 0.44) وجميعها كان دال احصائيا عند مستوى ($a \leq 0.01$).

كذلك فقد تبين وجود ارتباط دال بين حجم التداول وكل من (معدل الدوران، رسملة السوق، ونسبة القيمة السوقية/الدفترية) حيث بلغت القيم (0.633، 0.22، 0.542) وهي دالة عند مستوى (0.01) فأقل، كذلك فقد كان الارتباط بين معدل الدوران و نسبة القيمة السوقية/الدفترية والذي بلغ (−0.27) وهي دالة عند مستوى (0.01) فأقل، كذلك فقد بلغ الارتباط بين (رسملة السوق و نسبة القيمة السوقية/الدفترية) مستوى الدلالة والتي بلغت (0.459) بمستوى دلالة (0.01) فأقل. كما تم فحص الارتباط الذاتي للسلسلة الزمنية للمتغير التابع (عائد السهم) والذي يظهر في الجدول (4).

جدول (4)

معامل الارتباط الذاتي للسلسلة الزمنية لعائد السهم.

Prob	Q-Stat	PAC	AC
0	98.206	0.484	0.484
0	151.97	0.161	0.357
0	178.5	0.037	0.251
0	184.24	−0.072	0.116
0	184.67	−0.058	0.032
0	184.68	−0.013	−0.005

من الجدول (4) يبين أن هناك انخفاض دال في سلسلة الارتباط الذاتي لمتغير عائد السهم وبشكل دال احصائياً، من خلال تقسيم السلسلة الى ستة فترات زمنية، وجميع معاملات الارتباط الذاتي كانت دالة عند مستوى (0.05) فأقل.

3.4 اختبار الفرضيات :

قبل البدء في تطبيق تحليل الانحدار لاختبار فرضيات الدراسة، قام الباحث بإجراء بعض الاختبارات، وذلك من أجل ضمان ملائمة البيانات لافتراضات تحليل الانحدار، وذلك على النحو التالي: تم التأكد من عدم وجود ارتباط عالٍ بين المتغيرات

المستقلة (Multicollinearity) باستخدام اختبار معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor)(VIF) واختبار التباين المسموح (Tolerance) لكل متغير من متغيرات الدراسة، مع مراعاة عدم تجاوز معامل تضخم التباين(VIF) للقيمة(5) وقيمة اختبار التباين المسموح(Tolerance) أقل من(0.05) وتم أيضاً التأكد إذا كانت البيانات تتبع للتوزيع الطبيعي أم لا (Normal Distribution) باحتساب معامل الالتواء (Skewness) مراعياً أن تتبع البيانات التوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة معامل الالتواء تقل عن(1) والجدول (5) يبين ذلك.

الجدول(5)

اختبار معامل تضخم التباين والتباين المسموح ومعامل الالتواء للمتغيرات المستقلة.

متغيرات السيولة	VIF	Tolerance	Skewness
حجم التداول	4.782	.013	−0.63
معدل الدوران	1.237	.020	0.78
رسملة السوق	4.980	.019	−0.08
نسبة القيمة السوقية/الدفترية	1.061	.737	0.70

يلاحظ من الجدول(5) أن قيم اختبار معامل تضخم التباين(VIF) لجميع المتغيرات تقل عن (5)، وأن قيم اختبار التباين المسموح (Tolerance) هي أقل من(0.05) ما عدا متغير نسبة القيمة السوقية/الدفترية حيث بلغ (0.737) ويعد هذا مؤشراً على عدم وجود ارتباط عالٍ بين المتغيرات المستقلة (Multicollinearity)، وقد أظهرت نتائج التحليل تتبع البيانات للتوزيع الطبيعي باحتساب معامل الالتواء (Skewness)، حيث كانت القيم أقل من (1).

اختبار فرضيات الدراسة

اختبار نموذج التأثير الثابت و العشوائي لفرضيات الدراسة

تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة باستخدام برنامج (Eviews)، ونظراً لطبيعة البيانات كونها (Panel data) كان هناك حاجة للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية، وللمفاضلة بينهما في تقييم نماذج الدراسة يتم عن طريق نتائج اختبار هوسمان، والتي تكشف عن فرضية مدى وجود الفرق النظامي بين تباين المعلمات الانحدارية في حالة الثابت والعشوائي، ويقبل

نموذج التأثير الثابت إذ أن قيمة مربع كاي بلغت مستوى الدلالة الاحصائية، وفي هذه الحالة نرفض الفرض الذي يشير إلى التأثير العشوائي لبيانات الدراسة، والنتائج في الجدول (6) تبين نتائج اختبار هوسمان.

جدول (6)
نتائج اختبار هوسمان.

المتغير	**التأثير الثابت**	**التأثير العشوائي**	**الفرق**	الدلالة	النتيجة
حجم التداول	0.01	-0.01	0.00	0.15	نموذج التأثير العشوائي
معدل الدوران	0.14	0.09	0.00	0.00	نموذج التأثير الثابت
رسملة السوق	0.02	0.03	0.00	0.30	نموذج التأثير العشوائي
نسبة القيمة السوقية/الدفترية	0.08	0.12	0.00	0.00	نموذج التأثير الثابت
مربع كاي	12.47	الدلالة	0.02		

يتضح من الجدول (6) أن قيم الإحصائي كاي تربيع بلغت (12.47) وجميع هذه القيم دالة عند مستوى (0.05) فأقل، وتشير هذه النتيجة إلى رفض الفرض الصفري وقبول الفرض البديل وهذا يعني قبول نموذج التأثير الثابت لنموذج الانحدار.

الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($0.05\geq\alpha$) للسيولة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمنحنى التأثير الثابت (Fixed effect regression) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (least squares methods) (LS) للبيانات المجتمعة (Panel data) ويبين الجدول (7) النتائج المرتبطة بذلك.

جدول (7)

نتائج تحليل الانحدار وفقا لمنحنى التأثير الثابت أثر متغيرات السيولة مجتمعةً (حجم التداول، معدل الدوران، رسملة السوق، نسبة القيمة السوقية/الدفترية) على عوائد الأسهم في القطاعات الثلاثة (مالي، خدمات، صناعي) في سوق عمان المالي.

المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	قيمة ت	الدلالة
الثابت	−1.13	0.21	−5.32	0.00
حجم التداول	0.01	0.05	0.30	0.76
معدل الدوران	0.14	0.05	2.73	0.01
رسملة السوق	0.02	0.05	0.32	0.75
نسبة القيمة السوقية/الدفترية	0.08	0.03	2.53	0.01
معامل التحديد	0.63	متوسط المتغير التابع		0.06
معامل التحديد المعياري	0.55	الانحراف المعياري للمتغير التابع		0.14
الخطأ المعياري للانحدار	0.09	Akaike info criterion		−1.74
مجموع مربعات البواقي	2.74	Schwarz criterion		−1.06
Log likelihood	388.53	Hannan-Quinn criter.		−1.47
قيمة ف	8.24	قيمة دبرن واطسن		1.62
الدلالة	0.00			

يبين الجدول رقم (7) نتائج تحليل الانحدار الثابت لتأثير متغيرات (حجم التداول، معدل الدوران، رسملة السوق، نسبة القيمة السوقية/الدفترية)، حيث تبين بأن نموذج الانحدار الثابت كان دال إحصائياً عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) حيث بلغت قيمة الإحصائي (ف) له (8.24) وهي دالة إحصائياً. كما أن معامل التحديد بلغ (0.63) للنموذج وإن معامل التحديد المعياري قد بلغ (0.55) وهذا يشير إلى أن نموذج الانحدار الثابت قد فسر نسبة مناسبة من التباين المفسر.

وأن تأثير معدل دوران السهم على عوائد الاسهم قد بلغ مستوى الدلالة الإحصائية إذ بلغت قيمة (ت) (2.73) بمستوى دلالة ($0.05 \geq \alpha$) وهي تعبر عن تأثير ايجابي، كذلك فإن تأثير نسبة القيمة السوقية/الدفترية على عوائد الاسهم بلغ

مستوى الدلالـة الإحصـائية عنـد مسـتوى (α≤0.05) ، اذ بلغت قيمـة الإحصـائي (ت) لها (2.53) وهي تعبر عن تأثير إيجابي. أما متغيري (حجم التداول ، ورسملة السوق) فان تأثيرهما علـى عوائد الاسهم لم تبلـغ مستوى الدلالـة الاحصـائية حيث كانـت قيمـة الاحصـائي ت لهمـا(0.30 ، 0.32) بمسـتوى دلالـة (α≤0.05). لـذا (معـدل دوران، نسبة القيمـة السوقية/الدفترية) علـى عوائد الاسـهم ذو ارتبـاط معنوي ايجـابي و يفسـرون فـي عوائـد الاسـهم مـا نسـبة 63%، وبالإضـافة الـى قـدرتهم التنبؤيـة بعوائـد الاسهم. كذلك فقد أشارت النتائج إلى أن قيمة الاحصـائي دربن واطسن بلغت (1.62) وهي تقع ضمن الحدود المقبولة أقل من (2).

كما تم اختبار أثر كل متغير من متغيرات السيولة على عوائد الأسهم من خلال اختبار الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الفرعية الأولى: : لا يوجد أثر ذو دلالـة إحصـائية عنـد مسـتوى (α≤0.05) لحجم التداول على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمنحنى التأثير الثابت (Fixed effect regression) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (least squares methods) (LS) للبيانات المجتمعة (Panel data) ويبين الجدول (8) النتائج المرتبطة بذلك.

جدول (8)

نتائج تحليل الانحدار للتأثير الثابت لأثر حجم التداول على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	قيمة ت	الدلالة
الثابت	-1.13	0.21	-5.32	0.00
حجم التداول	0.01	0.05	0.30	0.76

من الجدول (8) يتضح أثر حجم التداول على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي لم يبلـغ مستوى الدلالـة الإحصـائية حيث ان قيمـة الاحصـائي (ت) بلـغ (0.30) وهـي ليسـت دالـة عنـد مسـتوى (0.05) فأقل، لـذا نقبـل الفرضـية الصـفرية التـي تـنص علـى انـه لا يوجد أثر ذو دلالـة إحصـائية عند مستوى (α≤0.05) لحجم التداول علـى عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (α≤0.05) لمعدل الدوران على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمنحنى التأثير الثابت (Fixed effect regression) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (least squares methods) (LS) للبيانات المجتمعة (Panel data) ويبين الجدول (9) النتائج المرتبطة بذلك.

جدول (9)

نتائج تحليل الانحدار للتأثير الثابت لأثر معدل الدوران على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	قيمة ت	الدلالة
الثابت	-1.13	0.21	-5.32	0.00
معدل الدوران	0.14	0.05	2.73	0.01

من الجدول (9) يتضح أثر معدل الدوران على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي بلغ مستوى الدلالة الإحصائية حيث ان قيمة الاحصائي (ت) بلغ (2.73) وهي دالة عند مستوى (0.05) فأقل، لذا نرفض الفرضية الصفرية التي تنص لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (α≤0.05) لمعدل الدوران على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي. ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (α≤0.05) لمعدل الدوران على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي. ويشير معامل الانحدار الى وجود تأثير ايجابي لمعدل الدوران على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (α≤0.05) لرسملة السوق على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمنحنى التأثير الثابت (Fixed effect regression) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (least squares methods) (LS) للبيانات المجتمعة (Panel data) ويبين الجدول (10) النتائج المرتبطة بذلك.

جدول (10)

نتائج تحليل الانحدار للتأثير الثابت لأثر رسملة السوق على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	قيمة ت	الدلالة
الثابت	-1.13	0.21	-5.32	0.00
رسملة السوق	0.02	0.05	0.32	0.75

من الجدول (10) يتضح أثر رسملة السوق على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي لم يبلغ مستوى الدلالة الإحصائية حيث ان قيمة الاحصائي (ت) بلغ (0.32) وهي ليست دالة عند مستوى (0.05) فأقل، لذا نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (α≤0.05) لرسملة السوق على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (α≤0.05) لنسبة القيمة السوقية/الدفترية على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمنحنى التأثير الثابت (Fixed effect regression) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (least squares methods) (LS) للبيانات المتجمعة (Panel data) ويبين الجدول (11) النتائج المرتبطة بذلك.

جدول (11)

نتائج تحليل الانحدار للتأثير الثابت لأثر نسبة القيمة السوقية/الدفترية على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	قيمة ت	الدلالة
الثابت	−1.13	0.21	−5.32	0.00
نسبة القيمة السوقية/الدفترية	0.08	0.03	2.53	0.01

من الجدول (11) يتضح أثر نسبة القيمة السوقية/الدفترية على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي بلغ مستوى الدلالة الإحصائية حيث ان قيمة الاحصائي (ت) بلغ (2.53) وهي دالة عند مستوى (0.05) فأقل، لذا نرفض الفرضية الصفرية التي

تـنص أنــه لا يوجـد أثـر ذو دلالــة إحصــائية عنـد مسـتوى ($\alpha \leq 0.05$) لنسـبة القيمـة السوقية/الدفترية على عوائد الأسهم في سوق عمان المالـي. ونقبل الفرضية البديلة التي تنص علـى أنـه يوجد أثر ذو دلالـة إحصـائية عنـد مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة القيمة السوقية/الدفترية علـى عوائد الأسـهم فـي سـوق عمـان المـالي. ويشير معامل الانحدار إلـى وجـود تـأثير إيجـابي لنسـبة القيمـة السـوقية/الدفترية علـى عوائـد الأسـهم فـي سـوق عمان المالي.

4.4 مناقشة النتائج:

أدت التطورات التكنولوجية، وخاصة تكنولوجيا الاتصالات، إلى تطوير عمليات التبادل في الأسواق المالية، والتي ساهمت في تحسن ملحوظ، خصوصا في سوق عمان المالي، مما سهل عملية التبادلات على الأدوات المالية داخل السوق. هذا بدوره يؤدي إلى زيادة نشاط السوق وجذب المستثمرين، والسماح إلى تبادل الخبرات وفتح الفرص أمام جميع المستثمرين، وزيادة التنافس بين الأسواق، وزيادة الطلب والعرض في سوق عمان المالي، وضخ نقد أكثر كنتيجة لوجود سوق عالي السيولة، والذي سوف يكون له أثر إيجابي على العوائد .

لذلك قامت الدراسة بتحليل أكثر عمقا للسيولة في سوق عمان المالي، حيث قامت الدراسة بتحليل القطاعات جميعها بشكل مجمع أي القطاعات مع بعضها البعض وبيان علاقة وأثر المتغيرات مجمعة على عوائد الاسهم، وأيضا علاقة وأثر كل متغير على حدة، بشكل مفصل ودقيق؛ لكي يستفيد من هذه الدراسة أصحاب العلاقة سواء كانوا أكاديميين أو البحاثيين أو الطلبة.

وبناء على نتائج التحليل توصل الباحث إلى ما يلي:

1- أولاً: عند قيام الباحث بتحليل معامل ارتباط بيرسون بين كل من متغيرات السيولة (حجم التداول، معدل الدوران، رسملة السوق، نسبة القيمة السوقية/الدفترية) من ناحية، ومتغير عوائد الأسهم من ناحية أخرى، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من (حجم التداول، رسملة السوق، نسبة القيمة السوقية/الدفترية) وعوائد الأسهم، في حين لم تظهر

النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل الدوران وعوائد الأسهم ، وقد بلغ أعلى معامل ارتباط (0.633) بين متغير معدل الدوران مع متغير حجم التداول، في حين كان أقل معامل ارتباط(0.055−) بين متغير معدل الدوران مع متغير عوائد الأسهم.

ثانياً: نتائج تحليل الانحدار وفقا لمنحنى التأثير الثابت لبيان أثر متغيرات السيولة مجتمعةً (حجم التداول، معدل الدوران، رسملة السوق، نسبة القيمة السوقية/الدفترية) على عوائد الأسهم في القطاعات الثلاثة (مالي، خدمات، صناعي) في سوق عمان المالي، أن متغيرات السيولة (معدل الدوران، نسبة القيمة السوقية/الدفترية) كان لها أثر على عوائد الأسهم في القطاعات الثلاثة (مالي، خدمات، صناعي) في سوق عمان المالي، في حين لم يتبين وجود أثر لمتغيرات (حجم التداول، و رسملة السوق) على عوائد الأسهم.

2- تم اختبار أثر كل متغير من متغيرات السيولة على عوائد الأسهم، من خلال اختبار الفرضيات الفرعية التالية:

اولاً: الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لحجم التداول على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي. للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمنحنى التأثير الثابت (Fixed effect regression) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (squares least (LS) (methods للبيانات المجتمعة (data Panel) ، حيث قبلت الفرضية الصفرية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لحجم التداول على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

ثانياً: الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لمعدل الدوران على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي. للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمنحنى التأثير الثابت (effect Fixed regression) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (squares least (LS) (methods للبيانات المجتمعة (data Panel). حيث رفضت الفرضية الصفرية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى

(α≤0.05) لمعدل الدوران على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي. وقبلت الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (α≤0.05) لمعدل الدوران على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

ثالثاً: الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (α≤0.05) لرسملة السوق على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي. للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمنحنى التأثير الثابت (effect Fixed regression) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (squares least (methods (LS) للبيانات المجتمعة (data Panel). حيث تم قبول الفرضية الصفرية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (α≤0.05) لرسملة السوق على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

رابعاً: الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (α≤0.05) لنسبة القيمة السوقية/الدفترية على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي. للإجابة عن هذه الفرضية تم إجراء تحليل الانحدار وفقاً لمنحنى التأثير الثابت (Fixed effect regression) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (least squares (methods (LS) للبيانات المتجمعة (Panel data) ، حيث تم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (α≤0.05) لنسبة القيمة السوقية/الدفترية على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي. وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (α≤0.05) لنسبة القيمة السوقية/الدفترية على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

نلاحظ من نتائج هذه الدراسة بانها تطابقت مع بعض الدراسات السابقة، وكانت مخالفة لبعضها، ففي هذه الدراسة لا يوجد علاقة ذات دلالة احصائية بين معدل الدوران وعوائد الأسهم، وقد خالفت هذه النتيجة دراسة كل من:

(Zeynali& Nahandi,Maleki, 2012) ودراسة(النوباني،1999)ودراسة (الخطيب ، 2009) ودراسة (جرادات، 2012) حيث وجد علاقة بين السيولة مقاسة بمعدل الدوران، ومع عوائد الاسهم .

وتطابقت هذه النتيجة مع دراستي (Saleh,Talebnia&Ghorbani,2011) ودراسة (Dalgaard,2009) التي خلصت الى وجود ارتباط سلبي بين عوائد الاسهم والسيولة، مقاسة بمعدل الدوران، في حين نرى أن دراسة (Dalgaard,2009) لم تقدم دليلاً واضحاً للعلاقة بين السيولة مقاسة بمعدل الدوران وعوائد الاسهم.

بالرغم إلى أن هذه النتيجة التي تم التوصل إليها بعد التحليل إلا أنه نظريا، ومن وجهة نظر الباحث إن معدل دوران الأسهم من أهم المعايير التي يجب أن يأخذها المستثمر في الاعتبار قبل اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية، كما أنه يعد أحد معايير المفاضلة ليس فقط فيما بين الأسهم المدرجة في سوق ما، بل تتعدى ذلك لتشمل المفاضلة، فيما بين الأسواق المالية المختلفة بالنسبة للمستثمرين الأجانب، وكذلك فإن معدل الدوران يعطي مؤشر لعائد السهم إلى حد ما .

اما بالنسبة للقيمة السوقية/الدفترية توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة بين القيمة السوقية/الدفترية، وبين عوائد الاسهم، وحيث تخالفت هذه النتيجة مع دراسة (Maleki, Zeynali& Nahandi,2012) بأنه لا يوجد علاقة بين القيمة السوقية/الدفترية وعوائد الاسهم وأيضا تخالفت مع دراسة (الخطيب، 2009) بعدم وجود علاقة وكذلك مع دراسة(عبده،2001) بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية.

إن تفسير هذه النتيجة التي توصل إليها، نظرياً، ومن وجهة نظر الباحث، يتبين أنه كلما زادت نسبة P/B كلما أظهر السوق أن الشركة في ازدهار، وأنها ذات قدرة على تكوين النمو والربحية في المستقبل.

كما أخذت هذه الدراسة بمتغيرين آخرين هما حجم التداول، ورسملة السوق وذلك استيحاء من الادب المكتوب كونها من المقاييس التي تقيس السيولة، ولم تأخذ بها الدراسات السابقة، علما بان الأسواق المالية توفر المعلومات حول كل من هذه المتغيرات (حجم التداول، ورسملة السوق) واقتصرت الدراسات السابقة على متغيرين فقط، هما: معدل الدوران ونسبة القيمة السوقية/الدفترية. وقد توصل الباحث الى وجود علاقة ايجابية بين كل من رسملة السوق وعوائد الأسهم بالرغم انه لم يكن لمتغير رسملة السوق أثر على عوائد الاسهم وقد يعزى ذلك لدخول متغير نسبة القيمة السوقية/الدفترية في معادلة الانحدار الثابت كونه أعطى دلالة ارتباط مع عوائد الأسهم

أكبر من متغير رسملة السوق مع عوائد الأسهم، وكذلك وجود علاقة اشتقاق بين المتغيرين (نسبة القيمة السوقية/الدفترية، رسملة السوق)، وهذه النتيجة تدل على أنه الأسهم ذات الرسملة العالية تصدر على الأغلب من الشركات الناضجة والمعروفة، والتي لديها تاريخ في الأداء الجيد، بالإضافة الى السمعة الحسنة في أنتاج الخدمات والمنتجات ذات الجودة، أضافة إلى ذلك النمو الثابت للأسهم والخطر الأقل من الشركات ذات الرسملة المتوسطة أو الصغيرة، وهذا بدوره ينعكس على عائد السهم.

أما بالنسبة لحجم التداول فقد توصلت الدراسة، أيضا، إلى وجود علاقة إيجابية بين حجم التداول وعوائد الأسهم علما أن متغير حجم التداول لم يكن له اثر على عوائد الأسهم وقد يعزى ذلك الى دخول متغير معدل الدوران في معادلة الانحدار بدل من حجم التداول لأن العلاقة بينهما أظهرت ارتباط عالي بلغت (0.633) ولكن أظهر متغير حجم التداول علاقة قوية دالة احصائيا، وهذا يدل على أن حجم التداول يؤدي إلى تحريك الأسعار، وبالتالي نجد أن المستثمرين لديهم تفضيل للأسهم ذات العوائد المرتفعة.

في الخلاصة يتبين أن هنالك اربع متغيرات رئيسية أهتم بها الباحث (حجم التداول، معدل الدوران، رسملة السوق، نسبة القيمة السوقية/الدفترية) وهي من أهم مقاييس السيولة، وذلك ما تم عرضه خلال الأدب المكتوب، وبناء على دراسات ومراجع موثقة اثبتت ذلك، أضافة إلى أن الأسواق المالية تهتم بتوفير البيانات حول هذه المتغيرات من أجل المستثمرين والمهتمين بعمل السوق المالي حتى يتمكنوا من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وغيرها من القرارات. وعليه تكون الدراسة قد غطت أهدافها بشكل موضح وأكثر عمقاً.

5.4 التوصيات:

من خلال النتائج التي توصلت اليها الدراسة، وأيضاً من خلال الأدب النظري، واعتماداً عليها تم الخروج بمجموعة من التوصيات التالية:

1- كان لمعدل دوران، ونسبة القيمة السوقية/الدفترية قوة تفسيرية للتنبؤ بعوائد الأسهم، لذلك يوصي الباحث المستثمرين والمهتمين بالسوق المالي التركيز على استخدام هذه المتغيرات.

2- يجب على البنوك تقديم تسهيلات ائتمانيه للمجتمع المحلي ؛ حتى يتمكنوا من الاستثمار بالأسواق المالية، وكذلك حتى يتمكنوا من دعم استثماراتهم، وزيادة رأس المال .

3- على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي إظهار بياناتها الداخلية للمستثمرين؛ لأهميتها وتأثيرها على عوائد الاسهم.

4- اظهار المعلومات اللازمة لكي يستفيد منها المستثمرون، وذلك لزيادة الثقة، وزيادة جذب المستثمرين، مما يساهم في زيادة التدفقات النقدية الى السوق.

5- تخفيض قيمة الإصدار للسهم، حتى يتمكن المستثمرون، باختلاف قواهم الشرائية، من الحصول على الأسهم وتداولها في السوق، مما ينعكس على نشاط السوق إيجابيا.

6- تخفيض تكاليف التداول بالأدوات المالية، وتكاليف الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق والشركات المدرجة فيها.

7- العمل على استقطاب رؤوس الأموال، من خلال تحفيز الاستثمار في هذه الأسواق؛ لتكون نقطة بداية في المساهمة في التنمية.

8- تطوير واستحداث أدوات مالية إسلامية كي تتوافق مع العامل الديني؛ كي لا تحرم بعض المتعاملين من الاستثمار ببعض الأدوات المالية، وذلك بخلق أدوات مالية بديلة ومتنوعه.

9- زيادة الوعي الاستثماري بين المتعاملين، وذلك للاستغلال الأمثل والكفوء لثرواتهم النقدية، ولانخفاض معدل دخل المواطن العربي، وضعف الثقافة الاستثمارية؛ لزيادة الامكانيات المالية المتاحة للاستثمار.

10- باعتبار سوق عمان المالي سوقاً ناشئاً، وانطلاقاً من أن الأسواق المالية الناشئة تضيق فيها فرص التنويع المتاحة، والتي تعيق استراتيجيات الاستثمار، لذلك ينصح الباحث بإتاحة الفرص للتنويع أمام المستثمرين لزيادة حجم التداول .

11- الالتزام بنشر المعلومات بالصحف اليومية عن السوق ومؤشراته، وأهم القرارات الراهنة. كوننا نفتقر إلى هذا النوع من الاجراءات الموجودة في الدول المتقدمة.

12- زيادة عدد أيام وساعات التداول المسموح بها في سوق عمان المالي؛ لزيادة إتاحة الفرص أمام المستثمرين.

13- العمل على زيادة الانفتاح والترابط بين الأسواق المالية العربية، من خلال شركات للوساطة المالية تعمل على ترتيب عمليات البيع والشراء للأوراق المالية بين الأسواق المالية العربية.

المراجع:

أ- المراجع العربية:

آل شبيب، دريد كامل (2009)، " **الاستثمار والتحليل الاستثماري**". دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن-عمان.

بلميهوب، أسماء (2004)،"**العولمة المالية وأثرها على أداء الأسواق المالية الناشئة: حالة سوق ماليزيا وكوريا الجنوبية** "،مذكرة مقدمة في إطار متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد الدولي، جامعة فرحات عباس سطيف.

بوكساني، رشيد (2006)، " **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**". أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير.

التميمي، ارشد فؤاد (2010)،"**الأسواق المالية : إطار في التنظيم و تقييم الأدوات** " ، دار اليازوري للنشر ،عمان – الأردن.

التميمي، وآخرون (2004)، " **الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة**". دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن.

جرادات، هناء مصطفى (2012). " **أثر التضخم وسعر الفائدة وحوالات العاملين والسيولة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي للفترة الممتدة من 1980-2011**" جامعة اليرموك، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية.

حسن، سمير عبد الحميد رضوان (2005)،"**المشتقات المالية: ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها**"، دار النشر للجامعات، القاهرة – مصر.

خربوش، حسني علي وآخرون (2010)، " **الأسواق المالية: بورصة الأسهم والسندات المالية**". دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن-عمان.

خلف، فليح حسن(2006) ،" **الأسواق المالية والنقدية**" عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن- إربد.

الداغر، محمود محمد (2005)، "**الأسواق المالية: مؤسسات- أوراق-بورصات**" دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن-عمان.

زيطاري، سامية (2004)،"**ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية** "،أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

زيود، لطيف وآخرون (2007)،"**دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار** "،**مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية**– سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29،العدد1،سوريا،ص69.

صقر، عمر (2003)،"**العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة** "،دار الجامعية – مصر.

العاني، عماد محمد علي عبد اللطيف (2002)، " **اندماج الأسواق المالية الدولية: أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي**". بيت الحكمة–بغداد.

عبد القادر، السيد متولي (2010)،"**الأسواق المالية والنقدية: في عالم متغير** "،دار الفكر ،عمان– الأردن.

عبد النبي، محمد أحمد (2009)، " **الأسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي**"، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن–عمان.

عبده، رامي إسماعيل(2001)،"**العلاقة بين نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية للسهم ونصيب السهم من الأرباح وبين عائد السهم**"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن،.

معروف، هوشيار (2009)،"**الاستثمارات والأوراق المالية** "، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن.

الموسوي، ضياء الدين مجيد (1998)،"**البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات** "،منشورات image.

النوباني، هيثم عزت (1999)، " **العلاقة بين سيولة السهم وكل من التوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية**". الجامعة الأردنية، كلية الدراسات العليا في إدارة الأعمال/تمويل.

يوسف، دانة بسام(2008)،" **تحديد العوامل المؤثرة على عائد السهم في سوق عمان المالي**". جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، كلية العلوم الإدارية والمالية.

ب- المراجع الأجنبية:

Alkhatib, Dina L., (2009) " **Impact of Liquidity on Market Return: Evidence from Amman Stock Exchange, Banking Sector (2000-2007)".** Faculty of Economics and Administrative Sciences, Banking and Finance Department.

Aras, Guler., And Mustafa Kemal Yilmaz (2008), **"Price-Earnings Ratio, Dividend Yield, And Market-To-Book Ratio To Predict Return On Stock Market: Evidence From The Emerging Markets."** Journal of Global Business and Technology.

Bekaert, Geert., Harvey Campbell R., Lundbald, Christian(2007). **"Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets".** Oxford University, Vol.20, No.5.

Benic, Vladimir & Franic, Ivna, (2008)**, "Stock Market Liquidity: Comparative Analysis of Creation and regional Markets**", Financial theory and practice.

Brajesh Kumar, Priyanka Singh & Ajay Pandey. (2009) **" The Dynamic Relationship between Price and Trading Volume: Evidence from Indian Stock Market"**. Indian Institute of Management. India-Ahmedabad.

Branch, Ben., Sharma, Anurage., Gales, Braddy., Chichirau, Cosette & Proy, Julie. (2005) **" A Price to Book Model of Stock Prices"**. University of Massachusetts.

Chance, Don M.,(1991),**"Options & Futures"**, published by the Dryden press Harcourt brace javanorich college publishers.

Chordia, Tarun., Sarkar, Asani & Subrahmanyam Avanidhar. (2005) **" An Empirical Analysis of Stock and Bond Market Liquidity"**. The Review of Financial Studies: Vol.18, NO.1

Christ of , W. and Stahel , M. A,(2004) , **"International Stock Market Liquidity "** , online , the chio state university. Available from:www.chiolibk.edu

Dalgaard, Rune, (2009), **" Liquidity and Stock Returns: Evidence from Denmark".** Copenhagen Business School, Department of Economics, Master's Thesis.

Fu, Fangjian., Kang, Wenjin., Shao, Yuping (2012). " **Liquidity Variation and the Cross-Section of Stock Returns** Singapore Management University.

Nahandi, Younes, Badavar., Zeyanali Mehdi., Maleki A., (2012), **"Survey The Influence of Stock Liquidity on the Stock Return of Corporations Listed at The Tehran Stock Exchange.** Journal of Basic and Applied Scientific Research.2(5)4956-4960.

Pandey, IM. (2005) **" Financial Management"** (9th ed) Vikas Publishing House, India-New Delhi.

Ritter, Lawrence S., Selber, William L., Udell, Gregory F., (2008) , **" Principles of Money , Banking & Financial Markets"** , upper saddle river , new jersey: prentice - hall.

Saleh, Mahdi., Talebnia, Ghodratallah., Ghorbani, Behzad.(2011)." **A Study of the Relationship Between Liquidity and Stock Returns of Companies Listed in Tehran Stock Exchange".** World Applied Sciences Journal 12 (9): 1403-1408.

Wyss, R ,Von,(2004),**"Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market "** , doctoral dissertation, st gallen university.

Yeyati, Levy & others,(2007) , **" Emerging Market Liquidity and Crises "**, outline, available from:ww.ssm.com

ملحق (أ)

شركات عينة الدراسة وبياناتها خلال فترة الدراسة

السنة	القطاع الرئيسي	القطاع الفرعي	اسم الشركة	حجم التداول (دينار)	القيمة السوقية للسهم (دينار)	معدل دوران السهم(%)	القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مره)	عائد السهم الواحد (دينار)
2005	المالي	البنوك	البنك الإسلامي الأردني	378707185	219600000	207.7127675	3.164218077	0.327166975
			البنك الاردني الكويتي	87273431	424000000	18.82753	4.121481163	0.637795625
			بنك الاسكان للتجارة والتمويل	339628634	1999000000	21.437404	5.348309041	0.7178928
			بنك الاتحاد	211704785	376000000	50.6728075	3.549650816	0.61630365
			بنك القاهرة عمان	272259938	468450000	55.54889333	2.8679189	0.699916356
			البنك العربي	3350289284	11140800000	30.79913636	5.990869151	1.136886364
		التأمين	الشرق الأوسط للتأمين	16886337	84000000	25.38547	1.779397689	1.6299365
			النسر العربي للتأمين	1904030	20000000	10.36356	3.841755037	0.546938
			التأمين الاردنية	20049850	180000000	10.549635	4.147967973	0.95108475
			القدس للتأمين	474939	14070000	3.587952381	2.135188545	0.302874048
			الاراضي المقدسة للتأمين	929320	6000000	13.75073333	1.549437916	0.147869333
			جراسا للتأمين	2046626	6720000	45.9756	2.056360811	0.4653565
			العرب للتأمين على الحياة والحوادث	3113342	34500000	14.22482	3.691969463	0.5664104
		خدمات مالية متنوعة	المحفظة الوطنية للأوراق المالية	224636023	109463376	174.7303244	2.793494803	1.88549118

1.114382101	1.186433209	226.1999226	21284933.3	114185287	الاستثمارية القابضة للمغتربين الاردنيين			
0.407525431	3.980214766	109.2783194	118555258.1	93252156	الثقة للاستثمارات الأردنية			
0.74876362	3.337916508	272.445022	322500000	1334184635	الاتحاد للاستثمارات المالية			
0.2748278	0.901246281	40.08066	15800000	8092045	الاردنية لضمان القروض			
3.064961982	4.820151902	602.6598247	172694686.4	915506543	الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية			
0.269380241	2.499642557	203.6063261	37026872.75	83566228	الأمين للاستثمار			
0.007896067	3.135719065	15.97749333	47550000	10093234	العقارية الأردنية للتنمية	العقارات		
0.0804625	0.942348652	32.69316667	2052000	820728	الشامخة للاستثمارات العقارية والمالية			
0.0681164	1.715155491	874.7840667	14100000	118721724	الأردن دبي للأملاك			
-0.013385818	0.594341972	471.7292636	6600000	34511518	الموارد للتنمية والاستثمار			
0.172490337	1.696439507	154.4773652	37024000	101672460	التجمعات الاستثمارية المتخصصة			
0.282696667	3.014045181	371.7027917	46920000	171398453	المحفظة العقارية الاستثمارية			
5.651738	1.848480893	199.76888	44500000	209892300	الشرق العربي للاستثمارات العقارية			
-0.128119726	1.10696188	345.572954	13100575.04	58408640	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	الصناعات الكيماوية	الصناعي	
0.544001239	2.911102276	51.68021546	21945132	11439082	المتصدرة للأعمال والمشاريع			

			الوطنية لصناعة الكلورين	39601312	18720000	185.7362556	1.634114871	0.184893556
		الصناعات الكهربائية	العربية للصناعات الكهربائية	2772591	11340000	31.72303333	1.856915948	0.024961833
		الصناعات الهندسية والإنشائية	الاردنية لصناعة الأنابيب	8408829	7507500	63.99756643	1.027759711	−0.042872448
			رم علاء الدين للصناعات الهندسية	35381565	9800000	329.31912	1.753541528	−0.1931874
		الأغذية والمشروبات	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	12209253	7000000	105.28589	0.889021988	0.0055506
			العالمية الحديثة للزيوت النباتية	12807247	9180000	124.4671333	1.117005471	0.042923167
			المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	1883117	18900000	15.21581667	0.684927287	0.092482333
		الصناعات الاستخراجية والتعدينية	مناجم الفوسفات الاردنية	91890657	321000000	24.76198133	2.303272921	0.138254093
			مصانع الاسمنت الأردنية	150480408	679395730.4	18.75776043	3.380523615	1.109648527
			البوتاس العربية	107233963	1083134000	9.536513118	4.200603447	0.516731079
		صناعة الورق والكرتون	مصانع الورق والكرتون الأردنية	1316256	22500000	6.936693333	2.173886789	0.147673333
		الأدوية والصناعات الطبية	دار الدواء للتنمية والاستثمار	40244243	127000000	30.02725	2.601673236	0.3856305
			المركز العربي للصناعات الدوائية	984168	14000000	6.8929	1.738023282	0.1728342
		الملابس والجلود والنسيج	مصانع الآجواخ الاردنية	52067229	114400000	37.0138	1.119159374	1.069938625
			الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	33825655	12650000	208.5828435	1.024993805	0.049380174

		التبغ والسجائر	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	189012639	142500000	116.9929667	2.077325368	0.502752133
	الخدمات	الخدمات التجارية	الاسواق الحرة الاردنية	1454017	32500000	4.60808	2.821721875	0.8364418
			المركز الاردني للتجارة الدولية	5796772	5236000	124.1369118	1.231439043	0.091765294
			التسهيلات التجارية الاردنية	17137209	19125000	102.34928	2.193857635	0.1255276
			المتخصصة للتجارة والاستثمارات	7728979	3695492.64	148.2174566	1.100847298	0.057972255
		الخدمات التعليمية	مدارس الاتحاد	13763789	8281895.7	129.601062	0.747270219	0.006230472
		الخدمات الصحية	البلاد للخدمات الطبية	37878680	40500000	73.3793	2.163374171	0.070105267
		الفنادق والسياحة	الفنادق والسياحة الاردنية	533413	50000000	1.21454	2.72438008	0.1477555
			التجمعات للمشاريع السياحية	4746320	33880000	13.4074	2.454208333	-0.019694071
			الشرق للمشاريع الاستثمارية	14918703	34560000	61.44381875	1.911674551	-0.00037425
		الإعلام	المؤسسة الصحفية الاردنية /الرأي	25103346	112800000	21.26951667	3.775188843	1.954595833
		التكنولوجيا والاتصالات	الاتصالات الأردنية	273179616	1375000000	19.6805396	3.440000425	0.345446764
		النقل	الخطوط البحرية الوطنية الاردنية	40090545	44275000	74.02848447	2.929634061	0.721946584
			النقليات السياحة الاردنية /جت	75049195	38340000	192.0022685	2.012649243	0.516821389
			المقايضة للنقل والاستثمار	4478482	29520000	13.986075	3.113117858	0.184128125
		الطاقة والمنافع	الكهرباء الاردنية	98621034	228500000	37.81241	2.772637579	0.2102905

2006	**المالي**	**البنوك**	**البنك الإسلامي الأردني**	73032064.44	257837831.3	26.09999157	2.236098706	0.241234864
			البنك الاردني الكويتي	116268192.3	489750000	20.809072	2.609694797	0.5217984
			بنك الاسكان للتجارة والتمويل	217891136	1637500000	6.1959908	2.025512264	0.369454628
			بنك الإتحاد	123281418.4	211200000	46.49903818	2.067933009	0.225866073
			بنك القاهرة عمان	60380352.89	227475000	10.9665837	1.645555463	0.285164963
			البنك العربي	1717892281	7604160000	16.25414747	2.457753007	0.739542135
		التأمين	**الشرق الأوسط للتأمين**	7426432.08	45750000	9.206346667	1.223752482	0.268410467
			النسر العربي للتأمين	1186705.45	43000000	2.83266	2.431732091	0.3818682
			التأمين الاردنية	5076145.78	76500000	2.971446667	2.684068035	0.0489361
			القدس للتأمين	178485.89	21894600	1.048003663	2.851085457	0.245752381
			الاراضي المقدسة للتأمين	965456.04	6006000	15.93404196	2.088864744	-0.278916364
			جراسا للتأمين	213281.5	6972000	2.702678571	3.337782433	-0.121421786
			العرب للتأمين على الحياة والحوادث	531389.12	22800000	1.7742	2.430387519	0.00457675
		خدمات مالية متنوعة	**المحفظة الوطنية للاوراق المالية**	181625714.4	31050000	215.0792333	1.535966473	-0.954235533
			الاستثمارية القابضة للمغتربين الاردنيين	75129798	21900000	295.61322	1.207111906	-0.2762172
			الثقة للاستثمارات الأردنية	14780760.77	88780344.31	10.46452718	1.854546705	0.038819594

			الاتحاد للاستثمارات المالية	571540541.8	130000000	309.949478	2.104814926	-0.40941238
			الاردنية لضمان القروض	24103780.86	11900000	164.11447	0.713395896	0.0217394
			الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية	668258197.2	105393635	357.5189057	2.983706085	0.909167286
			الأمين للاستثمار	13132420.95	12963130.5	61.17172198	1.008003411	-0.218416369
		العقارات	العقارية الأردنية للتنمية	41044440.36	45238090	50.34048199	1.39972573	0.076768283
			الشامخة للاستثمارات العقارية والمالية	10900469.86	3228000	279.0898333	2.43116592	-0.027874167
			الأردن دبي للأملاك	104440988.7	12750000	708.41452	1.652536936	0.030521867
			الموارد للتنمية والاستثمار	50290065.45	8250000	588.7377636	0.745890348	-0.004010091
			التجمعات الاستثمارية المتخصصة	343685742.7	104755000	383.7796585	4.14873686	0.145218293
			المحفظة العقارية الاستثمارية	208649585	25200000	465.11276	2.284623262	-0.302456933
			الشرق العربي للإستثمارات العقارية	258682924.2	120952592.2	179.5453659	3.194333097	1.13200692
	الصناعي	الصناعات الكيماوية	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	35358088	9789920.56	264.6347745	1.598965247	-0.20849893
			المتصدرة للأعمال والمشاريع	3978985.77	16053196.56	20.40311036	3.192549052	-0.187584586
			الوطنية لصناعة الكلورين	5480158.25	14670000	31.69914444	1.31616818	0.115582889
		الصناعات الكهربائية	العربية للصناعات الكهربائية	331249.53	7200000	3.570366667	1.076018463	0.077013667

		الصناعات الهندسية والإنشائية	الاردنية لصناعة الأنابيب	5467858.46	7650500	75.08704895	1.011217703	0.072981259
			رم علاء الدين للصناعات الهندسية	46936332.59	26978364.72	251.063672	3.219380259	0.01009408
		الأغذية والمشروبات	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	9408573.82	6978880.7	111.5185319	0.995490007	−0.140080909
			العالمية الحديثة للزيوت النباتية	6444667.65	7500000	85.47355	0.922554048	0.0352005
			المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	3066596.57	23310000	14.4872381	1.02318221	−0.01760781
		الصناعات الاستخراجية والتعدينية	مناجم الفوسفات الاردنية	141534125.7	240000000	58.44048533	1.547736398	0.214284533
			مصانع الاسمنت الأردنية	86817889.57	776106866.4	10.74017371	4.689024974	0.912685166
			البوتاس العربية	21053746.46	916498000	2.255128544	3.423383648	0.469754435
		صناعة الورق والكرتون	مصانع الورق والكرتون الأردنية	143008.34	23250000	0.627573333	2.204333882	0.086303867
		الأدوية والصناعات الطبية	دار الدواء للتنمية والاستثمار	13880710.55	99000000	12.13571	1.900019624	0.3644993
			المركز العربي للصناعات الدوائية	3173452.08	9350000	20.36506	1.227940573	−0.0381506
		الملابس والجلود والنسيج	مصانع الآجواخ الاردنية	16883204.9	75800000	18.24179	0.907583882	0.4623116
			الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	26104985.55	8165000	236.2298609	0.684146061	−0.017298783
		التبغ والسجائر	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	47347243.9	89250000	44.90373333	1.900755962	0.477102733
	الخدمات	الخدمات التجارية	الاسواق الحرة الاردنية	814901.27	47950000	2.1857	3.362087419	1.0488366

			المركز الاردني للتجارة الدولية	3026545.33	4080000	62.92488235	0.996411453	0.088306176
			التسهيلات التجارية الاردنية	13024924.89	29700000	44.35483333	1.793840604	0.055409933
			المتخصصة للتجارة والاستثمارات	51636582.68	5215413	800.0025166	1.48657994	0.100793696
		الخدمات التعليمية	مدارس الاتحاد	30273500.53	15502009.9	252.691858	1.435611885	-0.026811166
		الخدمات الصحية	البلاد للخدمات الطبية	5737385.15	29250000	17.24254	1.564567201	0.070892
		الفنادق والسياحة	الفنادق والسياحة الاردنية	1041764.3	50000000	1.88343	2.666386803	0.1399169
			التجمعات للمشاريع السياحية	88213930.59	47600000	140.3874325	1.069513766	-0.00883855
			الشرق للمشاريع الاستثمارية	12839367.36	17440000	63.76855625	0.918895511	0.0587115
		الإعلام	المؤسسة الصحفية الاردنية /الرأي	21194170.02	77175000	17.90765333	2.925282874	0.253701867
		التكنولوجيا والاتصالات	الاتصالات الأردنية	67149047.09	1030000000	4.93814	2.564077153	0.3479454
		النقل	الخطوط البحرية الوطنية الاردنية	6676061.93	21252000	17.89209938	1.735913003	-0.234400911
			النقليات السياحة الاردنية /جت	17243667.03	18900000	64.43900926	1.111794724	-0.039812778
			المقايضة للنقل والاستثمار	74801850.88	12240000	344.312625	1.129258175	0.169564875
		الطاقة والمنافع	الكهرباء الاردنية	32921742.1	171000000	14.121835	1.877667936	0.256774983
2007	المالي	البنوك	البنك الإسلامي الأردني	69734848	373,750,000	23.18556154	2.800132303	0.353666477
			البنك الاردني الكويتي	62687542	618750000	11.96069467	2.852083418	0.59171396
			بنك الاسكان للتجارة والتمويل	516871611.9	1802500000	33.8235824	2.119394555	0.431086756

			بنك الإتحاد	91513863.06	361000000	26.69346632	1.679076164	0.145015421
			بنك القاهرة عمان	58037835.35	240000000	23.28581733	1.654674049	0.27879752
			البنك العربي	2130648077	10445040000	23.81411236	2.943928316	0.940044944
		التأمين	الشرق الأوسط للتأمين	4522798.7	50400000	8.919111111	1.272691277	0.205314611
			النسر العربي للتأمين	552274.59	62700000	0.84525	3.526639883	0.206358
			التأمين الاردنية	1270140.34	93000000	1.451253333	2.605761849	-0.1799855
			القدس للتأمين	224708.56	24078600	1.012271062	2.61252636	0.281539377
			الاراضي المقدسة للتأمين	1019732.65	6720000	16.901325	1.950988385	0.0360405
			جراسا للتأمين	447	3752000	0.010714286	2.083016421	-0.230024643
			العرب للتأمين على الحياة والحوادث	1518420.63	18400000	6.5178875	1.791244475	0.111371
		خدمات مالية متنوعة	المحفظة الوطنية للاوراق المالية	58206609.15	32700000	172.2284867	1.617924986	0.173056
			الاستثمارية القابضة للمغتربين الاردنيين	86250660.87	19350000	335.6214667	1.111821106	-0.000135067
			الثقة للاستثمارات الأردنية	3524030.71	86770833.66	4.524764595	1.739370645	0.146831717
			الاتحاد للاستثمارات المالية	154545621	77500000	178.676034	1.153216715	0.12664678
			الاردنية لضمان القروض	51252323.47	12400000	293.0419	0.72888868	0.0719443
			الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية	280597381.9	132300000	135.1724029	2.196115323	0.481434029

			الأمين للاستثمار	11066244.59	19310594.4	65.27481267	1.267569635	0.365561197
			العقارية الأردنية للتنمية	47255068.71	55800000	88.74435667	1.443145834	0.2651266
			الشامخة للاستثمارات العقارية والمالية	4396330.85	3300000	132.2484167	1.347168069	0.259571667
			الأردن دبي للأملاك	26933254.13	15450000	184.9996267	2.012327951	-0.090874933
		العقارات	الموارد للتنمية والاستثمار	51406831.63	12980000	415.2824091	1.182196952	-0.002132909
			التجمعات الاستثمارية المتخصصة	277044750.8	111550000	229.5482783	3.699878954	0.126353739
			المحفظة العقارية الاستثمارية	55524020.53	21750000	221.5958667	1.926546069	0.017291267
			الشرق العربي للاستثمارات العقارية	101729342.2	114954943	80.30428322	2.89597982	0.693321643
			الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	92899613.83	12525339.54	730.2330036	1.746310128	0.072918263
		الصناعات الكيماوية	المتصدرة للأعمال والمشاريع	3189933.27	14231085.6	19.70867844	2.633209436	-0.127435324
			الوطنية لصناعة الكلورين	3395213.58	11160000	28.94801111	1.027155563	0.068773667
	الصناعي	الصناعات الكهربائية	العربية للصناعات الكهربائية	815380.73	7320000	11.47871667	1.12125036	0.080617833
		الصناعات الهندسية والإنشائية	الاردنية لصناعة الأنابيب	28833898.54	9295000	292.6361958	1.276323047	0.020841399
			رم علاء الدين للصناعات الهندسية	30857977.51	22242800.7	133.0366265	2.594593415	0.02686556
		الأغذية والمشروبات	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	19919975.11	8549101.88	193.2065882	1.767296024	-0.217429356

			العالمية الحديثة للزيوت النباتية	1827263.1	7680000	23.50843333	0.903599893	0.111622
			المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	11348886.05	47355000	25.43244762	1.425377578	0.117514476
		الصناعات الاستخراجية والتعدينية	مناجم الفوسفات الاردنية	190500404.7	900750000	40.61878667	4.654295179	0.614805453
			مصانع الاسمنت الأردنية	35299838.87	661866837	4.634833366	3.819022955	0.797438922
			البوتاس العربية	27414908.16	2906965020	1.938668715	7.473667077	1.802623683
		صناعة الورق والكرتون	مصانع الورق والكرتون الأردنية	285240.9	20250000	1.4038	1.923013005	0.057590133
		الأدوية والصناعات الطبية	دار الدواء للتنمية والاستثمار	58541590.87	92800000	48.58949	1.782008238	0.17330295
			المركز العربي للصناعات الدوائية	923316.76	9550000	7.70394	1.240748305	0.0165186
		الملابس والجلود والنسيج	مصانع الأجواخ الاردنية	7499768.02	88750000	8.665432	0.885596446	0.42696624
			الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	38042878	9200000	398.124513	0.888503613	-0.12386287
		التبغ والسجائر	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	4600804.81	59250000	6.529846667	1.465877054	0.305473133
	الخدمات	الخدمات التجارية	الاسواق الحرة الاردنية	1284174.18	48000000	2.59732	3.11405216	0.8304054
			المركز الاردني للتجارة الدولية	23420689.07	3400000	364.646	3.19685679	0.08696
			التسهيلات التجارية الاردنية	3870431.6	35250000	13.29388	1.963083669	0.116176533
			المتخصصة للتجارة والاستثمارات	34906409.2	4182000	643.0558374	1.150105866	0.109422439
		الخدمات التعليمية	مدارس الاتحاد	167802387.2	22350000	556.4704067	1.477542153	0.011932333

		الخدمات الصحية	البلاد للخدمات الطبية	6623204.59	19650000	27.75124	1.098562957	0.018103333
		الفنادق والسياحة	الفنادق والسياحة الاردنية	222256.38	52500000	0.45479	2.534879336	0.2959077
			التجمعات للمشاريع السياحية	108196611.9	56000000	201.054375	1.24530099	0.00882465
			الشرق للمشاريع الاستثمارية	10994655.28	20480000	57.9794	1.066767343	0.093354188
		الإعلام	المؤسسة الصحفية الاردنية /الرأي	39993004.19	147975000	33.0092	4.429453466	1.5366656
		التكنولوجيا والاتصالات	الاتصالات الأردنية	113848372.2	1405000000	9.1341676	3.416792158	0.378001712
		النقل	الخطوط البحرية الوطنية الاردنية	11260583	29463000	43.84994617	1.961990014	0.263384431
			النقليات السياحة الاردنية /جت	47723650.74	24192000	185.003287	1.381493898	0.158448241
			المقايضة للنقل والاستثمار	213095719	25850000	737.7565182	1.868628276	0.090427545
		الطاقة والمنافع	الكهرباء الاردنية	84397085.08	285120000	35.54714242	2.972095451	0.168404561
2008	المالي	البنوك	البنك الإسلامي الأردني	290209939.3	300625000	53.26759508	1.867359155	0.432500222
			البنك الاردني الكويتي	395300754.5	469000000	54.774982	1.959082969	0.46440407
			بنك الاسكان للتجارة والتمويل	146860785.1	2099160000	6.871861111	2.41654091	0.380756397
			بنك الاتحاد	59439907.91	285000000	17.41683684	1.304241475	0.164305284
			بنك القاهرة عمان	37101487.17	201600000	13.60705875	1.330684953	0.253685488
			البنك العربي	1754851701	8095440000	15.74455899	2.261325146	0.674483146
		التأمين	الشرق الأوسط للتأمين	1472515.98	43920000	2.908711111	1.340657294	0.026043667

0.2125869	2.473544009	0.3081	43000000	163693.11	النسر العربي للتأمين			
0.282000367	2.200083086	3.552483333	89400000	4093112.3	التأمين الاردنية			
0.116971625	1.877620526	0.5900625	19600000	153912	القدس للتأمين			
0.0258535	1.905394352	5.372175	6760000	363936.57	الاراضي المقدسة للتأمين			
-0.01583475-	3.125940983	0.2375	7080000	14775	جراسا للتأمين			
-0.026198875-	2.334812791	0.3834375	22000000	68194	العرب للتأمين على الحياة والحوادث			
-0.270667	1.350248166	278.2157867	21750000	133533228.1	المحفظة الوطنية للأوراق المالية			
0.387763467	0.39405123	367.0955133	9150000	99578621	الاستثمارية القابضة للمغتربين الاردنيين			
-0.194572257	1.114062824	3.686708316	44270833.5	2919854.56	الثقة للاستثمارات الأردنية			
-0.04256408-	0.531668447	334.65642	32500000	247946238.8	الاتحاد للاستثمارات المالية	خدمات مالية متنوعة		
-0.104687	0.462565163	29.39463	7000000	3540561.97	الاردنية لضمان القروض			
0.196009468	0.867937778	66.24654043	84600000	113432488.8	الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية			
0.5324579	1.057721274	443.11468	20800000	182101228.9	الأمين للاستثمار			
0.16	0.72	79.12	26400000	42504977.01	العقارية الأردنية للتنمية			
0.211634167	1.210236855	123.8670833	3156000	3959559.92	الشامخة للاستثمارات العقارية والمالية	العقارات		

			الأردن دبي للأملاك	34039285.01	54600000	36.57711429	0.778131384	0.008169071
			الموارد للتنمية والاستثمار	49198288.1	8250000	226.7047818	0.661722012	0.131271091
			التجمعات الاستثمارية المتخصصة	640236596.4	103040000	336.3167042	3.82298326	0.002527019
			المحفظة العقارية الاستثمارية	34035560.52	18450000	181.75564	1.886427263	-0.100616067
			الشرق العربي للاستثمارات العقارية	77343400.17	37085464.22	70.5548634	1.253354306	-0.694076039
	الصناعي	الصناعات الكيماوية	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	24115673.04	3100000	597.2184	0.532283876	-0.2697
			المتصدرة للأعمال والمشاريع	1010434.14	4628427.84	12.60345802	1.159704699	-0.291047873
			الوطنية لصناعة الكلورين	5129307.51	10080000	46.74685556	0.8996664	0.117688556
		الصناعات الكهربائية	العربية للصناعات الكهربائية	24156221.94	3900000	313.7678833	0.570926658	0.053175167
		الصناعات الهندسية والإنشائية	الاردنية لصناعة الأنابيب	17236818.85	3789500	207.9306294	0.684731632	0.48905007-
			رم علاء الدين للصناعات الهندسية	18298285.84	30709415.16	71.18685643	3.534360097	0.016176645
		الأغذية والمشروبات	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	3775751.15	3264000	92.70817188	1.231278549	0.600755313-
			العالمية الحديثة للزيوت النباتية	14857544.76	6600000	161.9657	0.737624835	0.148078833
			المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	140018.52	140018.52	0.242009524	0.004258433	0.043687143

		الصناعات الاستخراجية والتعدينية	مناجم الفوسفات الاردنية	2668706556	1462500000	98.59980667	3.506239127	3.181625173
			مصانع الاسمنت الأردنية	85088453.91	389866767	13.31919418	2.127539571	0.815456321
			البوتاس العربية	421566444	2928627700	9.502459253	4.562073585	3.737367676
		صناعة الورق والكرتون	مصانع الورق والكرتون الأردنية	1154218.21	18600000	6.19316	1.76534804	0.000775467
		الأدوية والصناعات الطبية	دار الدواء للتنمية والاستثمار	13493182.37	75200000	14.635145	1.466176688	0.18572525
			المركز العربي للصناعات الدوائية	1144227.41	7750000	12.68278	1.086060408	−0.062217
		الملابس والجلود والنسيج	مصانع الأجواخ الاردنية	7885339.21	76050000	7.28258	0.975613411	0.267931
			الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	11194344.24	3997423.36	126.6852456	0.422727108	−0.153370875
		التبغ والسجائر	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	10508749.24	32100000	21.74217333	0.969806129	0.2426722
	الخدمات	الخدمات التجارية	الاسواق الحرة الاردنية	10141289.93	41450000	22.53252	2.360434942	1.1292646
			المركز الاردني للتجارة الدولية	12817797.48	11118000	113.2074118	2.654505951	0.124239118
			التسهيلات التجارية الاردنية	34104843.17	33825000	94.02404242	1.800561552	0.07368897
			المتخصصة للتجارة والاستثمارات	36902870.13	2890500	605.659122	0.798067299	0.095345691
		الخدمات التعليمية	مدارس الاتحاد	93664304.95	19050000	304.67228	1.288152734	0.030635533−
		الخدمات الصحية	البلاد للخدمات الطبية	10207239.81	17655000	46.82174545	0.949263722	0.045508424
		الفنادق والسياحة	الفنادق والسياحة الاردنية	247268.77	80700000	0.38751	3.399369849	0.4528649

			التجمعات للمشاريع السياحية	31346311.75	33200000	47.3206825	0.731504477	0.034165925
			الشرق للمشاريع الاستثمارية	4329139.05	34400000	15.04054375	1.735762459	0.118762
		الإعلام	المؤسسة الصحفية الاردنية /الرأي	24054997.92	121050000	15.87953333	3.557974109	1.0820152
		التكنولوجيا والاتصالات	الاتصالات الأردنية	317227043.7	1205000000	20.0838372	2.893140363	0.401192096
		النقل	الخطوط البحرية الوطنية الاردنية	4068259.81	26565000	14.3614824	1.599942567	0.238949648
			النقليات السياحة الاردنية /جت	6942026.33	21924000	28.25463889	1.182416936	0.14404787
			المقايضة للنقل والاستثمار	94668536.56	15004000	334.8746281	0.937117914	0.17992686
		الطاقة والمنافع	الكهرباء الاردنية	1273315598	213500000	294.5121029	2.125603324	0.223864557
2009	المالي	البنوك	البنك الإسلامي الأردني	68897398.64	317000000	18.202535	1.792676185	0.27888946
			البنك الاردني الكويتي	4958221.6	380000000	1.199769	1.326017448	0.43850663
			بنك الاسكان للتجارة والتمويل	23456375.37	1801800000	1.26907619	2.022066784	0.23768377
			بنك الاتحاد	39597051.1	180000000	17.289245	0.785102303	0.1631389
			بنك القاهرة عمان	11646262.32	217360000	6.403769318	1.227671783	0.290329977
			البنك العربي	476510023.2	6488100000	6.757244382	1.706853036	0.468237828
		التأمين	الشرق الأوسط للتأمين	1478095.88	43020000	3.543055556	1.394317401	0.057462
			النسر العربي للتأمين	164087.78	30400000	0.45816	1.62667255	0.1481323
			التأمين الاردنية	2504471.46	83700000	2.97849	1.738650141	0.1002113

			القدس للتأمين	170590.27	14800000	0.9246125	1.362839546	0.122616875
			الاراضي المقدسة للتأمين	72068.18	4800000	1.34675	1.282733762	0.0275725
			جراسا للتأمين	4191.2	6760000	0.062	2.902066005	-0.18578925
			العرب للتأمين على الحياة والحوادث	195494.45	8640000	1.9661	0.912866762	0.0052615
		خدمات مالية متنوعة	المحفظة الوطنية للأوراق المالية	18736.27	5120000	0.369925	1.205848743	-0.03746325
			الاستثمارية القابضة للمغتربين الاردنيين	10429164	9675000	87.39824496	-3.761971234	-0.063259473
			الثقة للاستثمارات الأردنية	23278775	41024305.71	56.47740628	-8.813587422	-0.127070275
			الاتحاد للاستثمارات المالية	116154185	81000000	149.103042	-11.62545872	-0.1787164
			الاردنية لضمان القروض	732435	6500000	9.85008	7.215824191	0.0868414
			الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية	104161002	43710000	135.265783	3.228813157	-0.068840638
			الأمين للاستثمار	32393937	16600000	154.31383	4.300583869	-0.0114657
		العقارات	العقارية الأردنية للتنمية	9551462.29	19665000	30.19	0.59	-0.1
			الشامخة للاستثمارات العقارية والمالية	978738.48	2172000	32.45	1	0.1
			الأردن دبي للأملاك	3776279.62	51800000	6.39	0.75	-0.01
			الموارد للتنمية والاستثمار	15813932.41	10560000	132.46	0.79	0.07

			التجمعات الاستثمارية المتخصصة	712805421.5	106388800	537.95	4.03	0.03
			المحفظة العقارية الاستثمارية	2078691.16	13950000	14.7	1.46	0
			الشرق العربي للاستثمارات العقارية	4981447.32	16193652.84	21.17	0.59	-0.46
	الصناعي	الصناعات الكيماوية	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	16189187.62	13900000	152.31952	1.737541049	-0.102415
			المتصدرة للأعمال والمشاريع	364585.76	4522027.2	7.511759328	1.317303767	-0.246590998
			الوطنية لصناعة الكلورين	742825.42	9090000	7.509488889	0.860095243	0.029382667
		الصناعات الكهربائية	العربية للصناعات الكهربائية	6136170.6	3660000	138.0727	0.542985459	0.039239333
		الصناعات الهندسية والإنشائية	الاردنية لصناعة الأنابيب	9353715.59	3753750	231.9565874	0.633284791	0.10997007
			رم علاء الدين للصناعات الهندسية	63884288.15	4879065.96	446.1246587	0.679651038	-0.200626138
		الأغذية والمشروبات	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	686785.28	1484800	53.82027344	0.83812001	-0.343483984
			العالمية الحديثة للزيوت النباتية	2998363.29	6480000	46.1035	0.7086663	0.133564
			المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	10556.93	41265000	0.022114286	1.846140053	0.049280952
		الصناعات الاستخراجية والتعدينية	مناجم الفوسفات الاردنية	246093634.6	1350000000	16.76312667	2.857599789	1.23837456
			مصانع الاسمنت الأردنية	14752162.04	429155666	3.543039346	2.27137709	0.756205515

			البوتاس العربية	168412856.9	3016944780	5.635178473	4.216642948	1.581482993
		صناعة الورق والكرتون	مصانع الورق والكرتون الأردنية	132392.77	8400000	0.797613333	0.854651635	−0.094346667
		الأدوية والصناعات الطبية	دار الدواء للتنمية والاستثمار	6194557.77	75000000	8.492445	1.388069748	0.30390095
			المركز العربي للصناعات الدوائية	262776.01	10350000	2.84822	1.402724131	0.0485234
		الملابس والجلود والنسيج	مصانع الأجواخ الاردنية	2210076.59	69300000	3.063593333	0.963600767	0.288195667
			الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	3833090.37	4650000	74.22905333	0.479842983	−0.050801333
		التبغ والسجائر	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	7560931.8	41100000	18.29505333	1.109930666	0.0780798
		الخدمات التجارية	الاسواق الحرة الاردنية	531962.15	47750000	1.16444	2.178351167	1.8719852
			المركز الاردني للتجارة الدولية	13160322.81	4284000	201.9171471	0.993181729	0.100028824
			التسهيلات التجارية الاردنية	1099230.2	18480000	5.900569697	1.017103128	0.015891091
			المتخصصة للتجارة والاستثمارات	8044916.94	3198000	227.7925854	1.076620865	−0.131860163
	الخدمات	الخدمات التعليمية	مدارس الاتحاد	13076625.76	19800000	69.58522667	1.342740018	0.011321733
		الخدمات الصحية	البلاد للخدمات الطبية	1763285.33	20475000	8.967977143	1.079504462	0.024210343
		الفنادق والسياحة	الفنادق والسياحة الاردنية	358566.51	83300000	0.50017	3.409267223	0.2193709
			التجمعات للمشاريع السياحية	58116544.5	40274727.07	141.2306577	0.668831582	−0.006154753
			الشرق للمشاريع الاستثمارية	2530130.65	34400000	6.60674375	1.758800367	0.108293688

		الإعلام	المؤسسة الصحفية الاردنية /الرأي	6306715.01	113625000	5.652693333	3.598580634	0.673703867
		التكنولوجيا والاتصالات	الاتصالات الأردنية	39628551.52	1292500000	3.1324228	3.073486413	0.416119064
		النقل	الخطوط البحرية الوطنية الاردنية	354325.12	25719750	1.694799172	1.401052739	0.243638261
			النقليات السياحة الاردنية /جت	2331691.54	21168000	10.53062963	1.157457657	0.117200463
			المقايضة للنقل والاستثمار	35207305.02	13431000	214.4429917	0.831213628	0.082190826
		الطاقة والمنافع	الكهرباء الاردنية	93717361.26	315252000	35.96601852	3.311903606	0.061158175
2010	المالي	البنوك	البنك الإسلامي الأردني	9810297.09	300000000	3.231732	1.549635275	0.29093694
			البنك الاردني الكويتي	3423208.71	432000000	0.899293	1.331046521	0.51941593
			بنك الاسكان للتجارة والتمويل	21314529.01	2041200000	1.177866667	2.218382694	0.313397893
			بنك الاتحاد	52416586.89	201000000	25.133673	0.854644838	0.21332951
			بنك القاهرة عمان	25522101.01	318000000	8.83799	1.544242092	0.34748836
			البنك العربي	370527745.4	5329320000	6.442488764	1.407417482	0.271694757
		التأمين	الشرق الأوسط للتأمين	490666.52	39400000	1.228705	1.202816287	0.06061925
			النسر العربي للتأمين	413967.71	26200000	1.54113	1.356918229	0.1329379
			التأمين الاردنية	1706726.75	72600000	2.194286667	1.602562546	0.1038231
			القدس للتأمين	78573.05	15200000	0.5077625	1.357110505	0.1125735
			الاراضي المقدسة للتأمين	366886.35	3640000	8.234425	1.155572797	-0.14181825

−0.16254975	2.204505695	0.16375	4200000	10384	جراسا للتأمين			
0.060837	0.708721146	0.524425	7040000	43612.25	العرب للتأمين على الحياة والحوادث			
0.03239525	1.175672089	0.765	5200000	39780	المحفظة الوطنية للأوراق المالية	خدمات مالية متنوعة		
0.048332527	−5.680808236	74.21192558	10642500	8106096	الاستثمارية القابضة للمغتربين الاردنيين			
0.032833454	−6.727879689	10.35631219	30001654.08	2771013	الثقة للاستثمارات الأردنية			
0.00465066	−9.913901465	120.203182	67000000	91852174	الاتحاد للاستثمارات المالية			
0.0317019	8.895176696	7.63829	6300000	485112	الاردنية لضمان القروض			
−0.120439532	4.11714163	43.68831064	32430000	19650788	الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية			
0.012345	5.32042065	24.37275	15800000	3743651	الأمين للاستثمار			
−0.03	0.48	15.06	15525000	2948242.46	العقارية الأردنية للتنمية	العقارات		
−0.19	1.43	0.52	2376000	11546.6	الشامخة للاستثمارات العقارية والمالية			
−0.01	0.74	4.81	51100000	2445309.4	الأردن دبي للأملاك			
−0.28	0.61	188.52	4620000	15610011.32	الموارد للتنمية والاستثمار			
−0.17	1.73	247.39	38640000	134563260.1	التجمعات الاستثمارية المتخصصة			
0	1.32	81.33	12000000	9500789.37	المحفظة العقارية الاستثمارية			

			الشرق العربي للاستثمارات العقارية	1642996.81	14994123	9.74	0	-0.31
	الصناعي	الصناعات الكيماوية	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	7075655.2	14200000	50.76405	1.691212673	0.0396531
			المتصدرة للأعمال والمشاريع	84916.11	3511221.12	2.078182988	1.130890703	-0.343982893
			الوطنية لصناعة الكلورين	404998.87	8370000	4.718444444	0.800536599	0.037432778
		الصناعات الكهربائية	العربية للصناعات الكهربائية	8675652.66	2940000	201.30965	0.448842011	-0.030368167
		الصناعات الهندسية والإنشائية	الاردنية لصناعة الأنابيب	1919717.01	2895750	50.02106294	0.507478417	0.018105175
			رم علاء الدين للصناعات الهندسية	12634832.18	2511283.95	309.8110033	0.600465577	-0.417632403
		الأغذية والمشروبات	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	334152.98	972800	26.68	0.526592146	0.029596094
			العالمية الحديثة للزيوت النباتية	2890005.98	5640000	43.97333333	0.645105945	0.036841
			المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	1575.7	20895000	0.006571429	0.993104164	0.04035581
		الصناعات الاستخراجية والتعدينية	مناجم الفوسفات الاردنية	75787860.07	1269750000	6.136710667	2.361499606	1.06976
			مصانع الاسمنت الأردنية	7928409.39	287111185	2.125450372	1.944481434	-0.015771569
			البوتاس العربية	28965779.72	3624333000	0.994708226	4.42054903	1.952159197

		صناعة الورق والكرتون	مصانع الورق والكرتون الأردنية	1392252.87	4350000	26.78930667	0.563920813	-0.281962267
		الأدوية والصناعات الطبية	دار الدواء للتنمية والاستثمار	7538483.26	76000000	10.134435	1.280497059	0.4580297
			المركز العربي للصناعات الدوائية	436513.63	11800000	4.1865	1.634007292	0.018602
		الملابس والجلود والنسيج	مصانع الأجواخ الاردنية	854255.84	70350000	1.241473333	0.954892377	0.384128933
			الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	6428358.88	5700000	116.3710667	0.629513932	-0.049314333
		التبغ والسجائر	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	4640210.59	29550000	14.60984	0.821004285	0.167431733
	الخدمات	الخدمات التجارية	الاسواق الحرة الاردنية	2872833.26	87500000	4.20158	3.043973131	2.3650154
			المركز الاردني للتجارة الدولية	910154.3	3162000	23.63511765	0.671675842	0.107578824
			التسهيلات التجارية الاردنية	35277.44	16500000	0.21709697	0.841320224	0.087896
			المتخصصة للتجارة والاستثمارات	719628.1	3044250	23.25021138	1.06094274	-0.031821463
		الخدمات التعليمية	مدارس الاتحاد	5258116.79	21150000	25.04248	1.396496254	0.036824267
		الخدمات الصحية	البلاد للخدمات الطبية	520527.87	20650000	2.572731429	1.12224083	0.000733143
		الفنادق والسياحة	الفنادق والسياحة الاردنية	89316.21	56000000	0.19001	2.044775247	0.295347
			التجمعات للمشاريع السياحية	86482385.66	48280000	176.2653986	0.640681817	-0.009696718
			الشرق للمشاريع الاستثمارية	430279.6	28800000	1.3909125	1.443090016	0.113027688
		الإعلام	المؤسسة الصحفية الاردنية /الرأي	8898693.12	101250000	8.94664	3.021382075	0.758160667

		التكنولوجيا والاتصالات	الاتصالات الأردنية	25716186.84	1345000000	1.9254468	3.275574379	0.380331236
		النقل	الخطوط البحرية الوطنية الاردنية	839256.74	28617750	3.393283644	1.374012321	0.349999669
			النقليات السياحة الاردنية /جت	1882127.56	29052000	7.37287037	1.574116437	0.213635741
			المقايضة للنقل والاستثمار	23449713.29	11737000	181.9209587	0.722025214	0.008046612
		الطاقة والمنافع	الكهرباء الاردنية	42320327.08	312228000	14.18292328	3.025326573	0.075876587
2011	المالي	البنوك	البنك الإسلامي الأردني	7045361.43	275000000	2.427733	1.329298653	0.28324209
			البنك الاردني الكويتي	27972299.01	362000000	5.837161	1.04430168	0.3993015
			بنك الاسكان للتجارة والتمويل	6015777.27	2016000000	0.298213095	2.14777664	0.348604099
			بنك الاتحاد	102500335.5	144000000	51.733332	0.640262852	0.10336736
			بنك القاهرة عمان	7002876.31	277000000	2.270944	1.238983596	0.36596414
			البنك العربي	200541404.6	4191900000	4.361567416	1.099219515	0.492511236
		التأمين	الشرق الأوسط للتأمين	973631.74	35070000	2.508566667	1.111788089	0.035643238
			النسر العربي للتأمين	9978.79	27500000	0.03605	1.49580454	0.0762992
			التأمين الاردنية	251341.6	65700000	0.343603333	1.483536605	0.077842067
			القدس للتأمين	65911.88	14400000	0.4455125	1.254427082	0.104884625
			الاراضي المقدسة للتأمين	27240.56	3800000	0.71475	1.399717257	-0.06073775

			جراسا للتأمين	10337	3800000	0.25875	2.658999419	-0.0727125
			العرب للتأمين على الحياة والحوادث	17579.36	5760000	0.2559	0.660044979	-0.030586375
		خدمات مالية متنوعة	المحفظة الوطنية للأوراق المالية	595.77	4080000	0.014475	0.966259085	-0.0372225
			الاستثمارية القابضة للمغتربين الاردنيين	2106297	6772500	23.17016434	-3.43014731	-0.00626307
			الثقة للاستثمارات الأردنية	260813	29154120.8	0.907153407	-8.775266577	-0.047158493
			الاتحاد للاستثمارات المالية	79799370	34500000	187.74548	-10.69554526	0.00284032
			الاردنية لضمان القروض	369721	4700000	7.0295	10.52850874	-0.0262441
			الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية	19552228	24440000	66.82018085	6.347433692	-0.068245426
			الأمين للاستثمار	2281351	11000000	17.52929	7.888725935	-0.1075295
		العقارات	العقارية الأردنية للتنمية	1952379.27	17250000	11.07	0.53	0.01
			الشامخة للاستثمارات العقارية والمالية	296788.64	2088000	13.46	1.33	0.01
			الأردن دبي للأملاك	1283102.29	35000000	2.99	0.52	-0.01
			الموارد للتنمية والاستثمار	8323580.01	4840000	155.46	0.64	-0.01
			التجمعات الاستثمارية المتخصصة	91264179.46	10819200	406.72	0.68	-0.22
			المحفظة العقارية الاستثمارية	252206.05	6000000	3.04	0.69	-0.01

			الشرق العربي للاستثمارات العقارية	349815.18	10995690.2	2.62	0.5	-0.16
	الصناعي	الصناعات الكيماوية	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	4894213.81	17700000	34.18743	1.927877556	0.0784739
			المتصدرة للأعمال والمشاريع	39742.11	2487114.96	1.310368058	0.911224047	-0.157492286
			الوطنية لصناعة الكلورين	350759.58	6120000	4.603977778	0.588632865	0.033498444
		الصناعات الكهربائية	العربية للصناعات الكهربائية	2814695.09	3000000	90.9287	0.479489133	-0.048010667
		الصناعات الهندسية والإنشائية	الاردنية لصناعة الأنابيب	3223150.31	3324750	85.63502098	0.560480475	0.063163636
			رم علاء الدين للصناعات الهندسية	29507580.09	4161556.26	574.8537476	0.985762774	0.005495814
		الأغذية والمشروبات	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	182992.59	9150000	2.550426667	0.96703581	0.010036933
			العالمية الحديثة للزيوت النباتية	768474.45	4740000	14.89558333	0.547103726	0.0368425
			المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	828.96	20895000	0.004133333	1.038251222	0.094484476
		الصناعات الاستخراجية والتعدينية	مناجم الفوسفات الاردنية	99312947.32	955500000	8.892710667	1.429342891	1.944413333
			مصانع الاسمنت الأردنية	4187454.39	105777805	2.514389243	0.830741923	-0.339230014
			البوتاس العربية	22790584.93	3674323800	0.658103891	3.619413675	3.59695384
		صناعة الورق والكرتون	مصانع الورق والكرتون الأردنية	184255.86	4125000	4.1764	0.532756931	0.003852533
		الأدوية والصناعات الطبية	دار الدواء للتنمية والاستثمار	3133096.6	54050000	4.420695652	1.017326472	-0.251209304

			المركز العربي للصناعات الدوائية	75786.46	12950000	0.6014	2.090721829	−0.2285868
		الملابس والجلود والنسيج	مصانع الأجواخ الاردنية	1181315.97	74250000	1.745866667	1.095728849	0.330333
			الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	977094.37	3750000	21.66260667	0.402082466	0.024887467
		التبغ والسجائر	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	20670173.58	21600000	35.19055333	0.684060185	−0.0663072
	الخدمات	الخدمات التجارية	الاسواق الحرة الاردنية	1739960.46	88125000	1.442906667	2.732936683	1.133453467
			المركز الاردني للتجارة الدولية	735087.14	2890000	23.257	0.592114955	0.153070588
			التسهيلات التجارية الاردنية	139000.4	17160000	0.826484848	0.872360848	0.08434703
			المتخصصة للتجارة والاستثمارات	134155.65	2921250	4.906764228	1.009584879	0.007848455
		الخدمات التعليمية	مدارس الاتحاد	1637368.31	21000000	7.663413333	1.312700679	0.0626118
		الخدمات الصحية	البلاد للخدمات الطبية	3073691.71	21350000	15.36056571	1.076082945	0.084033429
		الفنادق والسياحة	الفنادق والسياحة الاردنية	80087.33	33900000	0.16213	1.250945589	0.1212626
			التجمعات للمشاريع السياحية	59915477.19	59000000	91.755497	0.641634964	−0.01404624
			الشرق للمشاريع الاستثمارية	5686269.74	38880000	21.6168875	1.954024046	0.098596688
		الإعلام	المؤسسة الصحفية الاردنية /الرأي	7577403.26	75000000	8.50367	1.654633875	0.1352294
		التكنولوجيا والاتصالات	الاتصالات الأردنية	18779003.65	1382500000	1.33511	3.431251429	0.359196856
		النقل	الخطوط البحرية الوطنية الاردنية	1191114.97	24391500	4.616389234	1.279177374	0.064910393

0.124561389	1.27609295	1.228787037	22680000	299201.32	**النقليات السياحة الاردنية /جت**			
0.006175455	0.563377106	74.01485124	9196000	6938372.23	**المقايضة للنقل والاستثمار**			
0.125424272	2.437187409	7.958777778	260820000	20373108.04	**الكهرباء الاردنية**	**الطاقة والمنافع**		

إعداد وتنسيق الباحث بالرجوع إلى دليل الشركات في سوق عمان المالي

ملحق (ب)

كتاب تسهيل المهمة

جامعة مؤتة
كلية إدارة الأعمال
Mu'tah University
Faculty of Business Administration

بسم الله الرحمن الرحيم

جائزة الحسين للتميز الأكاديمي
برنامج إدارة الأعمال ٢٠٠٥
صندوق الحسين للإبداع والتفوق
Al Hussein Fund for Excellence

الرقم: ١٨٩٩/[illegible]
التاريخ: ....
الموافق: ....

Ref: ....
Date......................

لمن يهمه الأمــــر

تحية طيبة وبعد،،،

تهدي كلية إدارة الأعمال في جامعة مؤتة تحياتها إليكم، وتأمل التعاون معكم لما فيه مصلحة طلبتنا الأعزاء، ونرجو منكم التكرم بالسماح للطالب **مراد محمد غافل الكساسبة** (٦٢٠١٢١٩١٠٠٠٤)، تخصص ماجستير إدارة الأعمال ، بالحصول على البيانات الضرورية منكم ، وذلك كجزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال /جامعة مؤتة ، وبإشراف الأستاذ الدكتور مدحت الطراونه .

علماً بأن البحث موسوم بِ :-

" العلاقة بين السيولة وعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة : دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي. "

شاكرين لكم حسن تعاونكم ودعمكم لمسيرة التعليم في بلدنا العزيز.

وتفضلوا بقبول فائق الاحترام،،،

عميد كليــــة إدارة الأعمال

الأستاذ الدكتور نضال الحوامدة

مؤتة – الكرك – الأردن – هاتف: ٢٣٧٢٣٨٠-٩٩ – ٣- ٩٦٢+ ص.ب (٧) الرمز البريدي (٦١٧١٠) فاكس: ٢٣٧٥٥٤٠ – ٣- ٩٦٢+
Mu'tah - Karak – Jordan Tel.:+962-3-2372380-99 P.O.Box: (7) Zib Code (61710) Fax: +962-3-2375540
University Web Site: www.mutah.edu.jo

السيرة الذاتية

الاسم :مرد محمد غافل الكساسبة

الكلية: ادارة الاعمال /قسم التسويق وادارة الاعمال

التخصص : MBA/ مالية

العنوان : الاردن – الكرك

تلفون : 0790457765

muradkasassbeh@yahoo.com